



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/3616**

Reg. Col. nº 9415/2014

**Acusados:** José Antonio Tornaghi Grabowsky  
Michel Wurman  
João Miguel Mallet Racy Ferreira  
Cauê Castello Veiga Innocencio Cardoso  
Frederico Marinho Carneiro da Cunha  
Marcus Vinícius Medeiros Cardoso de Sá

**Assunto:** Negociação com ações e derivativos nelas referenciados, por administradores de posse de informação privilegiada, em infração ao art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

**Diretor Relator:** Henrique Machado

**RELATÓRIO**

**I. DO OBJETO E ORIGEM**

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) para apurar a eventual utilização de informações privilegiadas por parte de José Antonio Tornaghi Grabowsky (“José Grabowsky”), Michel Wurman, João Miguel Mallet Racy Ferreira (“João Mallet”), Cauê Castello Veiga Innocencio Cardoso (“Cauê Cardoso”), Frederico Marinho Carneiro da Cunha (“Frederico Cunha”) e Marcus Vinícius Medeiros Cardoso de Sá (“Marcus Sá”), todos eles administradores da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações (“Companhia” ou “PDG”), na negociação de valores mobiliários de emissão da Companhia, em infração ao art. 155, § 1º da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976,<sup>1</sup> combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Art. 155. § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

2. O presente processo teve origem no Processo CVM nº RJ-2012-6400, que analisou a operação de aumento de capital divulgada pela PDG em 28.05.2012. A Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”), com o auxílio da BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), identificou a negociação de ações de emissão da PDG por alguns dos Acusados e encaminhou a apuração para a SEP (fls. 40-60).

## II. DOS FATOS E DA ACUSAÇÃO

### II.1. DA REVISÃO DE ORÇAMENTOS ANUNCIADA EM 04.04.2012

3. A PDG abriu seu capital em 2007 e passou, desde então, a investir em empreendimentos imobiliários, diretamente ou por meio de empresas controladas (CHL, Goldfarb e Agre – todas 100% controladas pela Companhia).

4. A partir da abertura de capital, e até 31.12.2011, a PDG foi a incorporadora com o maior crescimento em valor geral de vendas lançado (“VGV”), que é o valor total a ser potencialmente obtido pela venda de todas as unidades lançadas de seus empreendimentos. Na tabela a seguir, observa-se que a projeção do VGV passou, naquele período, de R\$0,8 bilhão, em 2007, a R\$9-10 bilhões, em 2011, e a 9-11 bilhões em 2012 (esta última, revisada posteriormente), projeções essas que em vários exercícios foram superadas pelos resultados de vendas atingidos:<sup>3</sup>

**Tabela 1: Evolução do VGV da PDG entre 2007 e 2011**

| Valor Geral de Vendas (R\$) |                              |                      |
|-----------------------------|------------------------------|----------------------|
| Ano                         | Projeção ( <i>Guidance</i> ) | Resultado            |
| 2007                        | 0,8 bi                       | 1,23 bi              |
| 2008                        | 1,6 bi                       | 2,61 bi              |
| 2009                        | 2 – 3 bi                     | 3,03 bi              |
| 2010                        | 6,5 – 7,5 bi                 | 7,01 bi              |
| 2011                        | 9 – 10 bi <sup>4</sup>       | 9,01 bi <sup>5</sup> |
| 2012                        | 9 – 11 bi <sup>6</sup>       | -                    |

modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

<sup>2</sup> Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

<sup>3</sup> Divulgações e *guidance* de resultados divulgados por meio do Sistema IPE (fls. 208-211).

<sup>4</sup> *Guidance* de lançamentos divulgado no sistema IPE como Fato Relevante em 17.11.2010.

<sup>5</sup> Prévia operacional divulgada em 02.01.2012, antes da divulgação das demonstrações financeiras referentes ao exercício social findo em 31.12.2011 (fl. 147).

<sup>6</sup> *Guidance* de lançamentos divulgado no sistema IPE como Fato Relevante em 14.11.2011, revisado posteriormente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

5. Em 2011, a PDG destacou os seguintes aspectos positivos, referentes aos resultados obtidos nos três primeiros trimestres do ano (fls. 151-162):
- (i) a receita líquida da Companhia atingiu R\$ 5,06 bilhões, representando uma variação positiva de 27% em relação ao mesmo período do ano anterior;
  - (ii) o lucro líquido ajustado foi de R\$ 752 milhões, 14% maior se comparado com esse período de 2010; e
  - (iii) seu VGV atingiu R\$ 6,47 bilhões, 68% do ponto médio do *guidance* para o ano de 2011 (9-10 bi), representando crescimento de 32% em relação ao mesmo período de 2010.
6. Assim, conforme apontou a SEP, a PDG vinha mantendo um constante crescimento em seus números, auferindo receitas suficientes para fazer frente à pressão de custos verificada, à época, no setor imobiliário, e aumentando seus lucros em relação aos exercícios passados.
7. Em 02.01.2012, a Companhia divulgou o volume de lançamentos e vendas obtidos no 4º trimestre de 2011 e também os números anuais, com a informação de que atingiu o *guidance* de lançamentos para o referido ano (9-11 bi), pois teve lançamentos totais de R\$ 9,008 bilhões (fl. 147).
8. Na mesma direção positiva, a Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, em 22.02.2012, emitiu relatório aumentando o preço-alvo das ações de emissão da PDG de R\$ 10,30 para R\$ 10,70, sendo que as cotações giravam em torno de R\$ 7,90. O relatório também trouxe a estimativa de um lucro líquido de R\$ 163 milhões para o 4º trimestre de 2011 (“4T11”), o que levaria a um lucro líquido de R\$ 915 milhões naquele ano (fl. 146).
9. Porém, em 02.04.2012 a Companhia comunicou ao mercado o atraso de alguns dias em seu calendário anual de divulgação de informações (fls. 381-386) e, em 04.04.2012, divulgou resultados preliminares não auditados referentes ao exercício social de 2011 (fls. 140-145) informando um *“impacto negativo não recorrente no 4T11 de R\$ 222,15 milhões devido à revisão de orçamento de projetos com obras terceirizadas”* e lucro líquido ajustado de R\$ 783,03 milhões em 2011 (fl. 142), lucro este que totalizava R\$ 752 milhões nos primeiros nove meses desse exercício.
10. Na apresentação desses resultados (fl. 140), José Grabowsky, Diretor Presidente, afirmou em relação à controlada Agre que *“parcela das obras que ficaram com terceiros apresentam atrasos e custos não previstos anteriormente. Com o intuito de refletir isso, decidimos revisar os orçamentos em R\$ 222 milhões, sendo o efeito no resultado de R\$ 140 milhões.”*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

11. A demonstração de resultado do 4T11 informou que o lucro líquido do período, antes dos supramencionados ajustes, seria de R\$ 102,316 milhões, mas após a revisão de orçamento teria se revertido para um prejuízo de R\$ 20,377 milhões (fl. 143v).

12. Em 04.04.2012, a Companhia também informou, por meio de fato relevante (fl. 387), que revisou para baixo o *guidance* do VGV para 2012, da faixa de R\$ 9-11 bilhões prevista em 14.11.2011 (Tabela 1), para uma faixa de R\$ 8-9 bilhões.

13. De acordo com a SEP, a revisão de orçamentos divulgada em 04.04.2012 não era esperada pelo mercado e repercutiu negativamente entre seus participantes, pois a Companhia não havia comunicado essa possibilidade em suas divulgações anteriores. A Planner Corretora de Valores S/A, por exemplo, destacou que o resultado da empresa “*veio abaixo das expectativas evidenciando as dificuldades de gerir todos os negócios absorvidos de outras empresas*” (fl. 150-v). A XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Imobiliários S/A, por sua vez, apontou que em março de 2012 alguns executivos da Companhia “*passaram a usar o mercado de derivativos para proteger;/especular com suas respectivas ações*” “e que “*a notícia foi mal recebida pelo mercado.*” Também opinou que a “*revisão orçamentária de R\$ 222 milhões com obras de terceiros foi um dos pontos negativos do 4T11*” e que “*ficou claro que a empresa teve sérios problemas no lado operacional, afetando seus resultados trimestrais e repercutindo em sua gestão*” (fl. 149).

14. Segundo a SEP, a decisão sobre quando revisar os orçamentos foi uma iniciativa da própria Companhia, como afirmado pelo seu presidente José Grabowsky nos comentários sobre resultados não auditados de 2011 (fl. 140): “*(...) decidimos revisar os orçamentos em R\$ 222 milhões, sendo o efeito no resultado de R\$ 140 milhões*”.

15. Para a área técnica, teria ficado claro (a) que o resultado do quarto trimestre de 2011 ficou aquém das expectativas de mercado em decorrência, principalmente, dos ajustes realizados nos orçamentos de obras de terceiros e (b) que alguém que tivesse conhecimento antecipado da existência desse ajuste poderia evitar perdas vendendo ações em mercado.

16. A SEP acrescentou que, como regra geral, os membros da administração de uma companhia têm pleno acesso aos seus documentos e informações. Assim, concluiu que a revisão de custos divulgada pela PDG em 04.04.2012 era de conhecimento de seus administradores desde janeiro de 2012, conforme comprovariam os elementos relacionados a seguir.

17. Em primeiro lugar, o fato de a PDG ter divulgado, já em 02.01.2012, suas prévias operacionais do 4T11, encerrado em 31.12.2011, o que demonstrava que a Companhia controlava em tempo real (a) o seu volume de lançamentos e (b) o seu volume de vendas contratadas líquidas. Em função disso, concluiu a área técnica que não seria razoável que ela não realizasse controle similar dos custos de seus empreendimentos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

18. Em segundo lugar, em resposta a solicitação de informações da SEP,<sup>7</sup> a Companhia teria afirmado, em 10.09.2012, que seu sistema de controles internos possibilitava o acompanhamento diário dos orçamentos das obras *versus* sua realização (fls. 117-119). Para a área técnica, não seria factível, portanto, que membros da diretoria da Companhia, cujo acesso aos custos realizados era diário, desconhecessem a necessidade de ajuste já em 2011.

19. Em terceiro lugar, em 08.08.2011, e-mail enviado a diretores da PDG por profissionais da Ernst & Young Terco (“E&Y”) informava que havia 36 empreendimentos, cuja totalidade dos orçamentos já havia sido gasta até 30.06.2011 e tinham prazo de entrega posterior a essa data (fl. 80). No mesmo sentido, em outro e-mail, datado de 19.03.2012, da E&Y para a PDG, encaminhou relação dos empreendimentos que, em 30.09.2011, estavam com “*Percentage of Completion*” (POC) 100% e para os quais houve evolução do custo incorrido em 31.12.2011, assim como dos empreendimentos que, em 31.12.2011, estavam com POC 100%, mas com data de término subsequente. O e-mail também informava a eventual necessidade de ajuste no custo orçado (fls. 98-99).

20. Assim, dessas correspondências eletrônicas, a SEP concluiu que em 08.08.2011 já havia um indicativo (a) de que algumas obras teriam seus orçamentos revisados, pois necessitariam de mais capital do que o orçado anteriormente para serem finalizadas, e (b) de que era de conhecimento da Companhia a existência de empreendimentos que necessitavam de ajustes nos orçamentos nos trimestres encerrados em 30.06, 30.09 e 31.12.2011.

21. Em quarto lugar, encontra-se nos autos ata de reunião realizada em 03.02.2012, entre (a) um membro do conselho fiscal da PDG, (b) os acusados Cauê Cardoso e João Mallet, bem como a *controller* da Companhia, M. A., subordinada ao segundo, e (c) dois profissionais da E&Y, em cuja ata ficou consignado que (fls. 102-104):

*“Os executivos da companhia informaram que durante o ano de 2011 foi realizado um trabalho profundo para reavaliar os custos das obras. As obras que tinham os custos subestimados tiveram o custo orçado ajustado, com os devidos impactos no resultado. Os executivos não apuraram o valor total no impacto no resultado do exercício de 2011.”*

22. Para a SEP isto seria mais um indicativo de que os diretores da PDG tinham conhecimento do trabalho de reavaliação dos custos das obras realizado em 2011.

23. Por fim, em quinto lugar, em 04.04.2012 (fls. 140-v e 387), a Companhia informou a revisão negativa do *guidance* para o VGV de 2012, diminuindo-o para a faixa de R\$ 8-9 bilhões, em substituição à previsão anterior de R\$ 9-11 bilhões, divulgada em 14.11.2011 (Tabela1).

24. Na medida em que a PDG, como já mencionado, havia informado em 02.01.2012 ter atingido o *guidance* de lançamentos para 2011 (R\$ 9-10 bilhões) (fl. 147), a SEP não considerou razoável que, somente após 09.03.2012, data em que encerraram as suas operações em bolsa com

<sup>7</sup> OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-5/Nº211/2012, de 31.07.2012.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

valores mobiliários de emissão da PDG, os Acusados, todos administradores da Companhia, tenham deliberado sobre a revisão para baixo do *guidance* para o VGV de 2012.

25. Diante do exposto, concluiu a área técnica que, ainda que os administradores da PDG não tivessem conhecimento do valor exato da revisão dos orçamentos de obras de terceiros, o fato de terem conhecimento sobre a necessidade dessa revisão já seria, por si só, um indicativo de vedação da negociação com ações de emissão da Companhia, tendo em vista que essa informação ainda não havia sido divulgada ao mercado.

26. Afirmou, por fim, a SEP, baseada no acima exposto, que não haveria espaço para qualquer dúvida razoável de que os membros da diretoria da PDG, em janeiro de 2012, já tivessem conhecimento da reavaliação dos custos das obras de terceiros e pudessem antecipar a reação do mercado à sua divulgação.

### II.2. DOS NEGÓCIOS REALIZADOS PELOS ACUSADOS EM JANEIRO E FEVEREIRO DE 2012

27. A SEP analisou as atribuições de cada Acusado na companhia, bem como as negociações realizadas por eles com ações emitidas pela PDG ou com derivativos nelas referenciados, entre os meses de janeiro e março de 2012. As operações foram apuradas pela SMI (fls. 40-60) ou comunicadas por eles próprios, nos termos do art. 11 da Instrução CVM n° 358/02 (fls. 120-127, 259-288A).

28. A Superintendência solicitou de todos os Acusados, nos termos do art. 11 da Deliberação CVM n.º 538, de 2008, as suas manifestações sobre os fatos acima expostos, bem como sobre as operações com ações e derivativos por eles realizadas.

29. Após a análise das atribuições e dos negócios e manifestações dos Acusados, a área técnica manteve a sua conclusão de que todos eles venderam seus papéis já com o conhecimento de que seriam necessários os ajustes nos orçamentos de obras, posteriormente divulgados ao mercado.

#### II.2.1. DAS OPERAÇÕES EM BOLSA DE JOSÉ GRABOWSKY

30. Entre os dias 23.01.2012 e 09.03.2012 José Grabowsky alienou 3.115.000 ações da PDG, totalizando um montante de R\$ 23.852.943,59. A SEP considerou que o volume alienado no período de janeiro a março de 2012 foi atípico em vista de suas negociações nesse período em anos anteriores.

31. Em sua manifestação, José Grabowsky alegou que as ações que vendeu foram adquiridas no âmbito do programa de opção de compra de ações da PDG e que a dinâmica do programa é de venda de ações do beneficiário para que possa, com parte dos recursos obtidos, pagar o preço de subscrição, restando o lucro da transação. Também alegou que em dezembro de 2011 comprou 1 milhão de ações da PDG e em abril de 2012 outras 1.065.000 de ações, tendo, portanto, aumentado a sua posição acionária de 2.512.755 para 3,5 milhões. (fls. 134-136):



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

32. A Acusação, no entanto, destaca que todas as opções de compra subscritas por ele entre fevereiro e março de 2012 tinham seu prazo de vencimento até 01.01.2013 ou 01.01.2014 (fls. 326-338), de maneira que ele escolheu unilateralmente exercê-las naquele momento. Já a compra de 1 milhão de ações em dezembro de 2011, ocorreu entre os dias 05 e 16 do mês, quando a cotação oscilou entre R\$6,11 e R\$6,658, antes da Companhia divulgar a prévia operacional de 02.01.2012 em que anunciou que havia batido a meta do *guidance* do VGV de 2011.

33. Para a SEP, é possível que José Grabowsky tenha utilizado a informação de 02.01.2012 para adquirir ações em dezembro de 2011, mas estaria comprovado que ele utilizou as informações que seriam divulgadas em 04.04.2012 para alienar as ações entre janeiro e março de 2012.

34. Segundo o art. 17, §6º, do Estatuto Social da PDG vigente à época (fls. 360-371), competia ao Diretor Presidente, entre outras atividades, (i) submeter à aprovação do Conselho de Administração os planos de trabalho e orçamento anuais, os planos de investimento e os novos programas de expansão da Companhia e de suas sociedades controladas, promovendo a sua execução nos termos aprovados; (ii) formular as estratégias e diretrizes operacionais da Companhia, bem como estabelecer os critérios para a execução das deliberações da Assembleia Geral e do Conselho de Administração, com a participação dos demais diretores; (iii) exercer a supervisão de todas as atividades da Companhia; (iv) coordenar e superintender as atividades da Diretoria, convocando e presidindo suas reuniões; e (v) exercer as demais atribuições que lhe forem conferidas pelo Conselho de Administração.

35. A SEP considerou não ser razoável que José Grabowsky, como Diretor Presidente da PDG, não tivesse conhecimento dos ajustes de orçamentos divulgados posteriormente aos seus negócios com ações de emissão da Companhia.

#### II.2.2. DAS OPERAÇÕES EM BOLSA DE MICHEL WURMAN

36. As alienações de Michel Wurman tiveram início em 26.01.2012, vindo a totalizar 2.625.418 ações até o dia 08.03.2012 e envolvendo, portanto, um montante de R\$ 20.231.450,34. A SEP considerou que o volume alienado atípico, em vista de suas negociações no mesmo período de anos anteriores.

37. A Acusação destacou que as opções de compra subscritas por Michel Wurman no âmbito do programa de opção de compra de ações da PDG tinham seu prazo de vencimento até 01.01.2013 ou 01.01.2014, de forma que ele escolheu unilateralmente exercer as referidas opções entre fevereiro e março de 2012 (fls. 320-338).

---

<sup>8</sup> As alienações de ações foram realizadas durante o mês de janeiro a março de 2012 com o preço médio de R\$ 7,66 (fl. 44).



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

38. Segundo o art. 17, §6º, do Estatuto Social da PDG vigente à época (fls. 360-371), competia ao ele, entre outras atividades, (i) a elaboração e implementação do planejamento estratégico da Companhia e controladas; (ii) a elaboração e implementação das metas da Companhia e controladas; e (iii) a substituição do Diretor Presidente em suas ausências e impedimentos temporários, exercendo a respectiva competência determinada neste Estatuto.

39. Para a SEP, não é razoável que o Diretor Vice-Presidente da PDG não tivesse conhecimento dos ajustes de orçamentos que seriam divulgados pela Companhia em 04.04.2012.

#### II.2.3. DAS OPERAÇÕES EM BOLSA DE JOÃO MALLET

40. As alienações de João Mallet tiveram início em 26.01.2012 vindo a totalizar 1.372.614 ações até o dia 02.03.2012, envolvendo um montante de R\$ 10.716.327,00. A SEP considerou atípico o volume alienado por ele no período de janeiro a março de 2012, em vista de suas negociações nesse período em anos anteriores.

41. A Acusação destacou que 1.050.000 das 1.284.103 opções de compra subscritas pelo acusado em fevereiro de 2012 tinham seu prazo de vencimento até 01.01.2013 ou 01.01.2014, de forma que ele escolheu unilateralmente exercer as referidas opções entre janeiro a março de 2012 (fls. 320-338).

42. Além disso, no dia 17.02.2012 João Mallet (a) comprou 500 mil opções de venda com vencimento em 17.02.2014 e preço de exercício de R\$ 8,00 pelo valor de opção de R\$ 1,33 e (b) vendeu 500 mil opções de compra com mesma data de vencimento e preço de exercício de R\$ 10,00 pelo valor de opção de R\$ 1,24; em investimento inicial de R\$ 45 mil (fl. 283).

43. Para a Acusação, ambas as negociações conjugadas resultaram em uma operação estruturada com viés de baixa denominada de *collar*, tendo João Mallet simulado uma venda em descoberto de ações da PDG. De acordo com a SEP, ele lucraria com esta operação R\$ 500 mil para cada R\$ 1,00 que a ação estivesse abaixo dos R\$ 8,00 no dia 17.02.2014.

44. Segundo o art. 17, §7º, do Estatuto Social da PDG vigente à época (fls. 360-371), competia ao ele, entre outras atividades, (i) a administração financeira da Companhia e controladas, (ii) a administração das áreas de controladoria, contabilidade, tributária e fiscal da Companhia e controladas, (iii) a gestão do endividamento e capitalização da Companhia, (iv) planejar, formular e projetar o fluxo de caixa da Companhia e controladas, e (v) administrar a área de tesouraria da Companhia e controladas.

45. Dessa forma, entendeu a SEP não ser razoável que o diretor financeiro da PDG – que inclusive estava presente à reunião de 03.02.2012 e trocou os e-mails com o auditor independente, não tivesse conhecimento dos ajustes de orçamentos que seriam divulgados pela Companhia em 04.04.2012.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

#### II.2.4. DAS OPERAÇÕES EM BOLSA DE CAUÊ CARDOSO

46. As alienações de Cauê Cardoso tiveram início em 08.02.2012, vindo a totalizar 703.652 ações até o dia 02.03.2012, envolvendo, portanto, um montante de R\$ 5.557.595,08. A SEP considerou que o volume alienado atípico, em vista de suas negociações no mesmo período de anos anteriores.

47. A Acusação destacou que 598.652 das 703.652 opções de compra subscritas por Cauê Cardoso entre janeiro e março de 2012, mais de 85% das suas subscrições no período, tinham seu prazo de vencimento até 01.01.2013 de forma que ele escolheu unilateralmente exercer as referidas opções neste momento (fls. 320-338).

48. Cauê Cardoso manifestou-se alegando que suas funções de diretor jurídico não incluíam os trabalhos de elaboração de demonstrações financeiras, acompanhamento de orçamentos de obras ou controles internos de orçamento (fls. 298-303).

49. A Acusação, porém, apontou que ele estava presente na reunião realizada em 03.02.2012 em que foram discutidos os ajustes ao orçamento, divulgados em 04.04.2012.

#### II.2.5. DAS OPERAÇÕES EM BOLSA DE FREDERICO CUNHA

50. As alienações de Frederico Cunha tiveram início em 13.02.2012, vindo a totalizar 1,8 milhões de ações até o dia 09.03.2012, envolvendo, portanto, um montante de R\$ 14.175.183,50. A SEP considerou que o volume alienado atípico, em vista de suas negociações no mesmo período de anos anteriores.

51. A Acusação destacou que as opções de compra subscritas por Frederico Cunha entre janeiro e março de 2012 tinham seu prazo de vencimento até 01.01.2013 ou 01.01.2014 de forma que ele escolheu unilateralmente exercer as referidas opções naquele momento (fls. 320-338).

52. O acusado manifestou-se alegando que suas funções não incluíam os trabalhos referentes a relatórios contábeis, mas a Acusação não considerou razoável que o diretor de investimentos e acompanhamento gerencial não tivesse conhecimento de futuros ajustes nos orçamentos de obras, sendo que dois membros da diretoria já tinham conhecimento desses ajustes e que a Frederico Cunha competia (a) monitorar o desempenho dos investimentos imobiliários da Companhia e controladas, e (b) realizar acompanhamento geral dos projetos da Companhia e controladas.

53. O acusado também afirmou que trabalhava com relatórios gerenciais de cada projeto, o que fez a Acusação concluir que ele teria conhecimento de vários projetos em que a Companhia incorreu em custos maiores que os inicialmente orçados, fato que, em determinado momento, seria demonstrado pelas informações financeiras da Companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

II.2.6. DAS OPERAÇÕES EM BOLSA DE MARCUS SÁ

54. A única alienação de Marcus Sá, que totalizou 110 mil ações, ocorreu em 27.01.2012, envolvendo um montante de R\$ 826.345,00. A SEP considerou que não era prática comum do acusado vender ações.

55. A Acusação destacou também uma operação com derivativos referenciados nas ações da PDG em 26.01.2012, pela qual o Acusado vendeu 400 mil opções de compra com vencimento em 16.04.2012 e preço de exercício de R\$ 8,00 pelo valor por opção de R\$ 0,32 embolsando R\$ 128 mil.

56. Para a SEP, nesta operação Marcus Sá teria apostado na queda das ações da Companhia, uma vez que o valor recebido se tornaria lucro em 16.04.2012 caso as ações da Companhia estivessem cotadas, nessa data, a um valor inferior a R\$ 8,00. Caso as ações da Companhia estivessem cotadas a um valor acima de R\$ 8,00, o acusado ficaria obrigado a vender 400 mil ações da Companhia por R\$ 8,00. Ademais, ele teria ficado vendido a descoberto na operação, em que viria a lucrar com a queda ou manutenção da cotação das ações da Companhia.

57. Em uma segunda operação realizada em 03.02.2012, Marcus Sá comprou (a) 400 mil opções de venda com vencimento em 20.08.2012 e preço de exercício de R\$ 7,80 pelo valor de opção de R\$ 0,93 e (b) vendeu 400 mil opções de compra com mesma data de vencimento e preço de exercício de R\$ 8,20 pelo valor de opção de R\$ 0,92 em um investimento inicial de R\$ 5.922,90.

58. Concluiu a SEP que Marcus Sá (a) teria alienado em janeiro de 2012 a totalidade das suas ações da PDG, (b) realizado operação de venda a descoberto de opções de compra e (c) realizado com a utilização de derivativos uma operação similar a venda em descoberto projetada inicialmente até 20.08.2012 de 400 mil ações da própria Companhia em que era diretor.

59. Em decorrência da divulgação de 04.04.2012, o acusado teria desfeito a segunda operação com derivativos, adquirindo as 400 mil opções de compra por R\$ 0,06 cada e alienando as 400 mil opções de venda por R\$ 1,74 cada, recebendo R\$ 672 mil para desfazer a operação.

60. Conclui a Acusação que o acusado lucrou R\$ 666.077,10 com a segunda negociação de derivativos referenciados em valores mobiliários de emissão da Companhia.

61. Marcus Sá manifestou-se argumentando que ocupava o cargo de diretor administrativo operacional e não estavam incluídas atividades de demonstrações financeiras, revisão de orçamentos de projetos de obras terceirizadas ou necessidade de ajustes em orçamentos de empreendimentos em suas funções (fls. 303-306). Acrescentou que os principais executivos financeiros e de contabilidade ficavam sediados no Rio de Janeiro, enquanto ele ficava sediado em São Paulo para conduzir as atividades operacionais de TI e RH da *holding* e de sociedades investidas.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

62. Porém, a Acusação não considerou razoável que a distancia física dos demais diretores estatutários comprovasse o desconhecimento de uma informação relevante por um determinado diretor, principalmente pelo fato de existirem tecnologias para que a informação fluísse.

63. Além disso, competia a ele, enquanto membro da diretoria da PDG, a execução “*dos planos de negócios e os orçamentos da Companhia, aprovados pelo Conselho de Administração*” tendo a obrigação de estar a par dos orçamentos aprovados pelo Conselho e sua respectiva execução.

64. Marcus Sá, ademais, nunca havia alienado ações de emissão da PDG e o fez justamente no mesmo período que todos os outros cinco diretores também o fizeram. Ao alienar todas as suas ações de emissão da Companhia em 27.02.2012, Marcus Sá teria permanecido com duas operações em derivativos referenciados às ações da PDG em que ele teria lucro caso a cotação dessas ações de emissão caíssem ou se mantivessem estáveis.

65. Ele teria, assim, realizado operação com derivativos referenciados a ações de emissão dessa companhia apostando na queda da cotação dessas ações a dois meses de divulgação de uma informação relevante potencialmente negativa.

### II.3. CONSIDERAÇÕES ADICIONAIS

66. O termo de acusação apontou que, em 11.05.2012 (fls. 388-390), o conselho de administração da PDG alterou o item 5.1 da política de negociação de valores mobiliários de emissão da Companhia (fls. 310-317), estabelecendo para os administradores um período de vedação de negociação de valores mobiliários, entre 1º de fevereiro de cada ano e a divulgação das informações financeiras anuais da Companhia referentes ao exercício social anterior.

67. Embora a regra não tenha valido para os três primeiros meses de 2012, a área técnica considerou que essa mudança demonstra que o órgão teria reconhecido que não seria razoável que administradores negociassem valores mobiliários de emissão da PDG no período em os administradores haviam negociado em 2012.

68. A SEP ainda ressaltou que a diretoria eleita na Reunião do Conselho de Administração (“RCA”) de 08.07.2011 era composta exatamente por estes seis diretores (fl. 318), causando estranheza o fato de que todos alienaram conjuntamente mais de R\$ 75 milhões em ações da PDG em período inferior a 50 dias de 23.01 até 09.03.2012.

69. Segundo a área técnica, os diretores, de posse de informação confidencial, negociaram valores mobiliários em um momento de valorização das ações e, após a divulgação das informações até então sigilosas, as ações sofreram desvalorização significativa, tendo em vista o teor negativo da informação.

70. Os Acusados alienaram as seguintes quantidades de ações e, por tais alienações, receberam os seguintes montantes entre os meses de janeiro e março de 2012:

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

**Tabela 2: Vendas realizadas pelos diretores**

| <b>Diretor</b>  | <b>Quantidade alienada</b> | <b>Montante recebido (R\$)</b> |
|-----------------|----------------------------|--------------------------------|
| José Grabowsky  | 3.115.000                  | 23.852.943,59                  |
| Michel Wurman   | 2.625.418                  | 20.231.450,34                  |
| João Mallet     | 1.372.614                  | 10.716.327,00                  |
| Cauê Cardoso    | 703.652                    | 5.557.595,08                   |
| Frederico Cunha | 1.800.000                  | 14.175.183,50                  |
| Marcus Sá       | 110.000                    | 826.345,00                     |

71. Caso tivessem aguardado a divulgação da informação relevante – através do Sistema IPE em 04.04.2012 – para alienar as suas ações, sendo que a cotação de abertura no dia 04.04.2012 foi R\$ 5,80 e de fechamento foi R\$ 6,19, teriam obtido os seguintes montantes:

**Tabela 3: Valores que teriam apurado em 04.04.2012**

| <b>Diretor</b>  | <b>Preço de abertura (R\$)</b> | <b>Preço de fechamento (R\$)</b> |
|-----------------|--------------------------------|----------------------------------|
| José Grabowsky  | 18.067.000,00                  | 19.281.850,00                    |
| Michel Wurman   | 15.227.424,40                  | 16.251.337,42                    |
| João Mallet     | 7.961.161,20                   | 8.496.481,66                     |
| Cauê Cardoso    | 4.081.182,60                   | 4.355.606,88                     |
| Frederico Cunha | 10.440.000,00                  | 11.142.000,00                    |
| Marcus Sá       | 638.000,00                     | 680.900,00                       |

72. Diante do exposto, a SEP concluiu que José Grabowsky, Michel Wurman, João Mallet, Cauê Cardoso, Frederico Cunha e Marcus Sá teriam negociado com ações de emissão da PDG de posse de informações privilegiadas antes da sua divulgação ao mercado ocorrida em 04.04.2012 tendo auferido vantagem financeira, em violação ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c o art. 13, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

### **III. DA MANIFESTAÇÃO DA PFE**

73. Examinada a peça acusatória, em 28.04.2014, a Procuradoria Federal Especializada - PFE9 entendeu estarem preenchidos os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 ambos da Deliberação CVM n.º 538, de 2008.

### **IV. DAS DEFESAS**

74. Em relação à acusação de que já existiriam informações sobre a revisão de orçamentos e a mudança do *guidance* de lançamentos de 2012, no período em que realizaram os seus negócios, os Acusados alegaram, em síntese, que:

- (i) revisões de orçamentos ocorrem de forma ordinária em obras integrantes de empreendimentos imobiliários de grande complexidade e duração, e no caso da PDG o acompanhamento das obras levava constantemente a eventuais ajustes;

<sup>9</sup> PARECER/Nº62/2014/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

(ii) a mera possibilidade de ajuste de orçamento, ou, como disse a Acusação, o fato de que se saber que haveria alguma revisão de custos (sem verificação de sua necessidade e dimensão), não pode ser tratada como fato relevante, até por que revisões de orçamento integram o cotidiano de uma incorporadora;

(iii) a imprensa noticiou, à época, que o mercado imobiliário presenciou, no período, significativo aumento no número de lançamentos, o que, devido à escassa mão de obra disponível no mercado, fez com que os custos disparassem, afetando várias companhias abertas do setor imobiliário, que também teriam feito revisão de orçamentos, com impactos relevantes em seus resultados;

(iv) a revisão dos orçamentos das obras que impactou o resultado do último trimestre de 2011 se deu durante a instalação, no segundo semestre daquele ano, do sistema SAP na Agre, companhia cujo controle foi adquirido pela PDG em 2010 e que representava cerca de 40% de seu volume geral de vendas. Este processo teria se estendido ao longo dos primeiros meses de 2012, sem que houvesse qualquer informação quanto a um possível impacto no resultado da PDG, e apenas nas últimas semanas de março de 2012 se tomou conhecimento da materialidade da revisão dos orçamentos das obras da Agre, e teria sido aí que se chegou ao montante de R\$222 milhões que impactou o resultado de 2011 e foi anunciado em 04.04.2012;

(v) essa demora teria levado também ao atraso no fechamento das demonstrações financeiras de 2011, concluído apenas em 05.04.2012. Prova disso seriam o e-mail enviado pelo auditor independente, em 05.03.2012, propondo um cronograma de fechamento das demonstrações financeiras da Agre para as últimas semanas de março (fl. 84) e o e-mail enviado dias depois, em 08.03.2012, solicitando visitas a empreendimentos da Agre para dar andamento ao processo de auditoria (fl. 87);

(vi) na mesma direção, e-mail enviado pelo auditor independente, em 30.03.2012 (fl. 757), informando que receberam da PDG o primeiro relatório sobre a Agre somente em 21.03.2012 e o primeiro consolidado preliminar em 26.03.2012;

(vii) os Acusados contestaram os indícios nos quais o termo de acusação se baseou para concluir que, já em janeiro de 2012, havia conhecimento da necessidade de uma revisão do orçamento das obras que geraria impactos negativos e relevantes nas demonstrações financeiras divulgadas em abril de 2012;

(viii) o primeiro deles foi a divulgação pela PDG, em 02.01.2012, do volume de lançamentos e de vendas obtido no 4º trimestre de 2011 e também os números anuais, o que fez a Acusação concluir que a Companhia mantinha controle em tempo real desses dados e, por isso, controlaria da mesma forma seus custos;

(ix) os Acusados alegam que o volume de vendas e lançamentos é uma informação gerencial, facilmente levantada, e o volume de lançamentos decorre de decisão da



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

administração, e que nenhum deles tem relação com o controle de custos, de apuração muito mais complexa e sem relação com as outras;

(x) A Companhia tinha a prática de divulgar a prévia de seus resultados, com as informações relativas ao volume de lançamentos, após o encerramento dos trimestres e bem antes da divulgação das informações financeiras, que exigiam informações muito mais complexas, inclusive sobre o custo de obras:

**Tabela 4: Datas de divulgação das prévias de lançamentos**

| Documento | Encerramento do período | Divulgação das prévias | Divulgação da demonstração |
|-----------|-------------------------|------------------------|----------------------------|
| 2T12      | 30.06.2012              | 10.07.2012             | 13.08.2012                 |
| 1T12      | 31.03.2012              | 05.04.2012             | 14.05.2012                 |
| 4T11      | 31.12.2011              | 02.01.2011             | 05.04.2011                 |
| 3T11      | 30.09.2011              | 03.10.2011             | 13.11.2011                 |
| 2T11      | 30.06.2011              | 11.07.2011             | 14.08.2011                 |
| 1T11      | 31.03.2011              | 11.04.2011             | 12.05.2011                 |
| 4T10      | 31.12.2010              | 10.01.2010             | 21.03.2010                 |
| 3T10      | 30.09.2010              | 04.10.2010             | 17.11.2010                 |
| 2T10      | 30.06.2010              | 12.07.2010             | 17.08.2010                 |
| 1T10      | 31.03.2010              | 12.04.2010             | 07.05.2010                 |
| 4T09      | 31.12.2009              | (1)                    | 15.03.2010                 |
| 3T09      | 30.09.2009              | 21.10.2009             | 10.11.2009                 |
| 2T09      | 30.06.2009              | 15.07.2009             | 12.08.2009                 |
| 1T09      | 31.03.2009              | 13.04.2009             | 11.05.2009                 |
| 4T08      | 31.12.2008              | 22.01.2008             | 23.03.2008                 |
| 3T08      | 30.09.2008              | 20.10.2008             | 11.11.2008                 |
| 2T08      | 30.06.2008              | 18.07.2008             | 14.08.2008                 |
| 1T08      | 31.03.2008              | 16.04.2008             | 13.05.2008                 |

(1) Não divulgado por conta de Oferta Pública concomitante

(xi) no caso da PDG, além das obras próprias e de terceiros, ainda havia a falta de integração dos controles internos, sistemas e processos de gestão de sociedades adquiridas pela Companhia. A capacidade da PDG de divulgar prévias operacionais não provaria que ela possuísse controle de custos e orçamentos em tempo real;

(xii) o segundo indício apontado pela Acusação foi a resposta da PDG (fls. 117-119) ao Ofício/CVM/SEP/GEA-5/Nº 2011/2012, datada de setembro de 2012, e onde se teria afirmado que a Companhia possuía um sistema de controles internos e um sistema SAP adequados, que permitiam o acompanhamento diário dos orçamentos das obras. Segundo os Acusados, a resposta é muito posterior à revisão dos orçamentos anunciada em abril daquele ano, dizendo respeito à situação existente em setembro de 2012, quando alguns deles, inclusive, já haviam se retirado da PDG;

(xiii) houve outros esclarecimentos da Companhia à SEP, a respeito de seus controles internos e integração de sistemas, que teriam sido ignorados pela Acusação, mas que deixariam claro que a integração de dados de orçamentos de suas obras com suas controladas somente foi concluída no segundo semestre de 2012;



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

(xiv) o sistema de orçamento utilizado pela Agre não era similar ao da PDG, e a inserção de suas informações no SAP foi muito trabalhosa, sendo que obras de terceiros não eram computadas no SAP e grande parte das obras da Agre eram realizadas em parcerias;

(xv) na Agre, a entrada em produção do SAP (tecnicamente chamada de *go live*) se deu em dezembro de 2011, mas muitos outros ajustes ainda foram feitos para que as informações pudessem corresponder de forma cada vez mais fiel à realidade, e somente nas últimas semanas de março de 2012 foi possível fechar os resultados;

(xvi) o terceiro indício apontado pela SEP foi o fato de que, durante os trabalhos de revisão das demonstrações financeiras trimestrais, os auditores independentes encaminharam, em 08.08.2011, e-mail a diretores da companhia (entre eles o acusado João Mallet) com uma lista de 36 empreendimentos que estariam com 100% do POC em 30.06.2011 e tinham prazo de entrega após o 2º ITR de 2011;

(xvii) da mesma forma, foi apontado o e-mail, datado de 08.03.2012, trocado entre o auditor independente e pessoa ligada à PDG, sem cópia a qualquer diretor, mencionando a existência de alguns empreendimentos com 100% do orçamento consumido e custos posteriormente incorridos;

(xviii) estes e-mails, porém, apenas indicariam que as discussões sobre o cumprimento dos orçamentos dos empreendimentos faziam parte da rotina dos trabalhos de encerramento de período;

(xix) a indicação de que todo o orçamento de uma obra já esteja consumido não significa que ela não esteja concluída, ainda que não tenha sido entregue, pois é normal surgirem problemas burocráticos após a conclusão das obras que impedem a entrega do imóvel e que, enquanto não solucionados, são consideradas custo da obra;

(xx) o fato de uma obra consumir mais recursos do que o previsto não indica que haverá impacto materialmente relevante no orçamento das obras de todos os outros empreendimentos em andamento;

(xxi) os empreendimentos apontados como estando com o POC a 100% eram apenas 36, de um total de mais de 900 projetos tocados pela Companhia, e, além disso, não seriam obras terceirizadas da Agre, que foram as que vieram a causar a posterior revisão dos orçamentos, e seus efeitos já estavam refletidos nos resultados da PDG do 2º trimestre de 2011;

(xxii) o quarto indício apontado pela SEP foi a reunião realizada em 03.02.2012, em que estiveram presentes os acusados Cauê Cardoso e João Mallet, além de outros funcionários da PDG e da empresa de auditoria independente, cuja ata faz referência a trabalho de reavaliação de custos das obras ao longo de 2011;



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

(xxiii) a ata da reunião não indicaria que a informação sobre o impacto no resultado já fosse de conhecimento dos diretores da PDG que dela participaram, constando, apenas, que o auditor independente teria informado a contratação de engenheiros para vistoriar obras e, em resposta, os executivos afirmaram que as revisões de orçamento eram periodicamente realizadas a cada encerramento de trimestre e eram consideradas nos resultados;

(xxiv) o conteúdo da ata se refere a revisões anteriores de orçamentos, ao longo do exercício, e que já tinham impactado nos resultados divulgados nos trimestres, de maneira rotineira e não material. Nesse sentido, dela constava a informação de que os executivos não apuraram o valor total do impacto no resultado do exercício de 2011;

(xxv) na data da reunião, 03.02.2012, não se tinha conhecimento do montante real de uma revisão orçamentária que ainda estava em trâmite e que dependia de diversas verificações que ainda seriam feitas, sendo que o andamento das obras da Agre e as respectivas vistorias físicas ocorreram nas semanas seguintes, culminando na entrega do primeiro relatório de Agre em 21.03.2012 pela PDG aos auditores independentes (fl. 757);

(xxvi) finalmente, o quinto indício apontado pela SEP foi fato de que, em 04.04.2012, foi divulgado fato relevante informando que o *guidance* para o VGV de 2012, que era de R\$ 9-11 bilhões, foi revisto para a faixa de R\$ 8-9 bilhões (fl. 387), e a SEP não considerou razoável que esta revisão tenha sido decidida somente após 09.03.2012, data em que os Acusados encerraram as suas operações em bolsa;

(xxvii) os Acusados alegam que a revisão se deu em função do volume de lançamentos verificados ao longo do primeiro trimestre, que neste período ficou em 11,9% do ponto médio do *guidance* anual (14,0%, depois da revisão), não atingindo o padrão observado nos últimos três exercícios, em que os lançamentos do primeiro trimestre corresponderam a aproximadamente 18% do ponto médio do *guidance* anual;

**Tabela 5: *Guidance* de lançamentos da PDG nos primeiros trimestres de 2009 a 2012**

| <b>Período</b>  | <b>Lançamentos<br/>(em milhões R\$)</b> | <b><i>Guidance</i><br/>(em bilhões R\$)</b> | <b>Média <i>Guidance</i><br/>(em bilhões R\$)</b> | <b>% Lançado<br/>no 1T</b> |
|-----------------|---|---|---|----------------------------|
| 1T09            | 472                                     | 2 a 3                                       | 2,5   | 18,9%                      |
| 1T10            | 846                                     | 4,3 a 4,8                                   | 4,5   | 18,6%                      |
| 1T11            | 1.760                                   | 9 a 10                                      | 9,5   | 18,5%                      |
| 1T12 (original) | 1.190                                   | 9 a 11                                      | 10  | 11,9%                      |
| 1T12 (revisto)  | 1.190                                   | 8 a 9                                       | 8,5   | 14,0%                      |



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

(xxviii) de acordo com as defesas, a informação sobre o baixo volume de lançamentos não estava disponível na época de suas negociações, pois pela dinâmica do mercado imobiliário os lançamentos e vendas de imóveis novos concentram-se no final do período, especialmente depois do carnaval,<sup>10</sup> conforme, inclusive, declaração de presidente de grande incorporadora, às fls. 651, e, portanto, só teria sido possível chegar às projeções ao fim do trimestre;

(xxix) a decisão de revisar o *guidance* de lançamentos também teria sido motivada pela revisão de orçamentos apurada no fim do trimestre, pois a PDG decidiu privilegiar o dispêndio de recursos adicionais para custear suas obras e não com novos lançamentos, tendo sido ato de prudência e de ajustamento de expectativas decidido pelo Conselho de Administração, de modo a que, pela redução de lançamentos, a Companhia pudesse entregar as obras sem mais obstáculos;

(xxx) a acusação careceria de todos os requisitos do ilícito pois não haveria informação privilegiada por ocasião das suas negociações em bolsa, nem em seu acesso, nem motivação para tirar proveito da suposta informação privilegiada;

(xxxi) precedentes da CVM já absolveram acusações de *insider* em função da inexistência de informação privilegiada, como o PAS CVM nº 06/2003, julgado em 14.09.2005, o PAS CVM nº RJ2008/9022, julgado em 09.02.2010, e o PAS CVM nº RJ 2010/1666, julgado em 12.04.2012, ou exigiram uma maior materialidade dos indícios que comprovariam a sua existência, como no PAS CVM nº RJ2012/7880;

(xxxii) as vendas de ações realizadas entre janeiro e março de 2012, ao contrário do que entendeu a SEP, não foram atípicas, pois foram oriundas de ações subscritas no âmbito dos programas de opções de compra instituídos pela PDG e foram realizadas da mesma forma de quando foram beneficiários do programa em exercícios anteriores a 2012;

(xxxiii) a suposta atipicidade, que não houve, teria que ser comprovada comparando-se os períodos de exercício de opções de compra de ações e não em relação aos primeiros trimestres de cada ano, como fez a SEP;

(xxxiv) a PDG lançou três programas de opção de compra de ações entre 14.05.2007 e 03.01.2010, divididos cada um em quatro lotes anuais, cada um com uma data pra o início e término do direito de exercício. Além do prazo de exercício, havia um período de dois anos de *lock up*, contados da adesão ao programa, em que as ações subscritas não poderiam ser vendidas.

(xxxv) O terceiro programa foi aprovado em 03.01.2010 e não podia ser exercido até 01.01.2012, contando com os seguintes lotes (fls. 335-336):

---

<sup>10</sup> Em 2012, o carnaval se deu entre 18 e 22 de fevereiro.

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

**Tabela 6: Terceiro plano de opção de compra da PDG**

| Lote | Data de início para exercício | Data final para exercício |
|------|-------------------------------|---------------------------|
| 1º   | 01.01.2011                    | 01.01.2013                |
| 2º   | 01.01.2012                    | 01.01.2014                |
| 3º   | 01.01.2013                    | 01.01.2015                |
| 4º   | 01.01.2014                    | 01.01.2016                |

(xxxvi) as vendas realizadas por eles entre janeiro e março de 2012 foram oriundas do exercício das opções de compra referentes ao 1º e 2º lotes do terceiro programa, cujo *lock up* se encerrou em 01.01.2012, se assemelhando às realizadas em períodos semelhantes entre 2009 e 2011.

75. Em sua defesa, José Grabowsky alegou que quando alienou suas ações não teria posse de nenhuma informação relevante que não fosse pública relativa à revisão de orçamentos de obras ou a qualquer outro fato (fls. 501-586).

76. Quando aprovado o terceiro programa de opção de compra, em 03.01.2010, ele teria sido contemplado com 4.800.000 opções, correspondendo cada opção a uma ação, mas com o desdobramento de cada ação da PDG em duas ações, aprovado em 04.11.2010 passou a ser titular de 9.600.000 opções, divididas em quatro lotes iguais, com sucessivos períodos para exercício:

**Tabela 7: José Grabowsky - terceiro plano de opção de compra da PDG**

| Lote | Quantidade | Data de início para exercício | Data final para exercício |
|------|------------|-------------------------------|---------------------------|
| 1º   | 2.400.000  | 01.01.2011                    | 01.01.2013                |
| 2º   | 2.400.000  | 01.01.2012                    | 01.01.2014                |
| 3º   | 2.400.000  | 01.01.2013                    | 01.01.2015                |
| 4º   | 2.400.000  | 01.01.2014                    | 01.01.2016                |

77. O preço de exercício das ações do terceiro programa teria sido estabelecido em R\$ 12,00 (ou seja, R\$ 6,00 após o ajuste pelo desdobramento deliberado em 04.11.2010) que corresponderia a 85,7% do preço de emissão das ações da Companhia na oferta pública realizada em outubro de 2009, corrigido pela variação do IGP-M/FGV. As ações subscritas estavam sujeitas a um *lock up* e só poderiam ser negociadas após 01.01.2012.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

78. Considerando o período de exercício das opções e o fim do período de restrição à negociação, a partir de janeiro de 2012, uma grande quantidade de opções seria passível de exercício e, conseqüentemente, uma grande quantidade de ações ficaria liberada para venda – potencialmente 4.800.00 ações, oriundas do primeiro e segundo lotes do terceiro programa.

79. Assim, da forma como fez no primeiro programa, assim que se encerrou o período de *lock up* iniciou o exercício das opções e as correspondentes vendas das ações adquiridas no âmbito do terceiro programa. Entre 23 de janeiro e 9 de março de 2012, teria alienado o total de 3.115.00 ações e tais vendas teriam alcançado o volume de R\$ 23.852.943,00.

80. Seriam essas operações – completamente compatíveis com a sua conduta reiterada – que a Acusação teria entendido serem atípicas e só se justificarem pela suposta intenção do acusado em se desfazer das ações enquanto a informação por ele também supostamente detida não era divulgada;

81. A clara motivação das vendas, no entanto, como ocorrera nas vezes anteriores, seria a de realizar financeiramente parte substancial de sua remuneração variável, o que dependeria do exercício das opções e da venda das correspondentes ações.

82. Isso se justificaria pela destinação de 50% da remuneração variável ao exercício de opções. O preço de exercício não seria substancialmente benéfico e seria preciso vender as ações para obter o reembolso do preço de exercício e receber a remuneração variável, acrescido do ganho correspondente à diferença entre o preço de subscrição e o valor da venda, deduzido o imposto devido pelo ganho de capital.

83. Em seu caso, as opções do primeiro lote do terceiro programa foram exercidas em janeiro, fevereiro, maio e julho de 2011 pelo preço médio, ponderado pelo volume, de R\$ 6,62. As ações subscritas em 2011 estariam sujeitas ao *lock up* que só venceria em janeiro de 2012.

84. Já tendo destinado seu bônus ao pagamento do preço de subscrição à Companhia, o acusado teria visto, no final de dezembro de 2011, a cotação das ações chegar ao patamar de R\$ 5,90, preço que significaria prejuízo ao acusado nas operações com as opções já então exercidas do terceiro programa, janeiro, fevereiro, maio e julho de 2011 pelo preço médio, ponderado pelo volume, de R\$ 6,62.

85. Em janeiro de 2012, porém, teria havido recuperação da cotação das ações da PDG, acompanhando um movimento de alta do mercado em geral e das empresas do setor em particular, e as opções teriam ficado novamente “dentro do dinheiro”. Isso tornou atrativo a venda das ações exercidas em 2011, do primeiro lote do terceiro programa, bem como o exercício de opções do segundo lote, que passaria a ser possível a partir de janeiro de 2012.

86. Se as opções estivessem fora do dinheiro, os executivos não a exerceriam e prefeririam reter o bônus em dinheiro, com a conseqüente perda das opções. Para assegurar-se de que o incremento do valor do bônus seria capturado o executivo deveria necessariamente vender as ações tão logo exercesse as opções, sob a pena de correr o risco de redução do bônus.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

87. Em relação à modificação da política de negociação, alega que a regra legal é de 15 dias para o período de vedação anterior à divulgação das demonstrações financeiras e que fora desse período a Acusação deveria provar que os administradores detinham informação privilegiada ainda não divulgada.

88. Em defesa conjunta, Michel Wurman e Frederico Cunha alegaram que suas operações não teriam qualquer vinculação com a suposta informação de que haveria necessidade de rever orçamentos de obras da Agre em montante suficiente a impactar negativamente o resultado do exercício de 2011 (fls. 587-692).

89. Assim como José Grabowski, justificaram seus negócios, similares a de anos anteriores, em função do programa de opções de compra de ações da PDG.

90. No primeiro ano do terceiro programa, os acusados teriam exercido as opções por força da obrigatoriedade de aplicar ao menos 50% de seus bônus e, no segundo ano, quando o *lock up* deixou de existir em janeiro de 2012, teriam vendido as ações adquiridas decorrentes do exercício das opções em mercado.

91. Em 2012, Michel Wurman não teria exercido todas as opções que tinha disponíveis tampouco teria vendido em bolsa todas as suas ações, permanecendo com cerca de 250 mil em carteira em março de 2012. O acusado poderia ter alienado um milhão de ações adicionais naqueles primeiros meses de 2012, mas não o fez.

**Tabela 8: Michel Wurman - terceiro plano de opção de compra da PDG**

| <b>Lote</b> | <b>Quantidade</b> | <b>Data de início para exercício</b> | <b>Data final para exercício</b> |
|-------------|-------------------|--------------------------------------|----------------------------------|
| 1º          | 1.550.000         | 01.01.2011                           | 01.01.2013                       |
| 2º          | 1.550.000         | 01.01.2012                           | 01.01.2014                       |
| 3º          | 1.550.000         | 01.01.2013                           | 01.01.2015                       |
| 4º          | 1.550.000         | 01.01.2014                           | 01.01.2016                       |

**Tabela 9: Frederico Cunha - terceiro plano de opção de compra da PDG**

| <b>Lote</b> | <b>Quantidade</b> | <b>Data de início para exercício</b> | <b>Data final para exercício</b> |
|-------------|-------------------|--------------------------------------|----------------------------------|
| 1º          | 900.000           | 01.01.2011                           | 01.01.2013                       |
| 2º          | 900.000           | 01.01.2012                           | 01.01.2014                       |



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

|    |         |            |            |
|----|---------|------------|------------|
| 3º | 900.000 | 01.01.2013 | 01.01.2015 |
| 4º | 900.000 | 01.01.2014 | 01.01.2016 |

92. Ambos teriam agido como qualquer beneficiário de programa de opção de compra de ações do mesmo modo quando foram beneficiários dos programas anteriores, sem qualquer atipicidade em seu comportamento.

93. Por fim, a defesa ressaltou que o lucro efetivo dos acusados não teria sido a diferença nas cotações de suas operações e aquela posterior à divulgação das demonstrações financeiras referentes a 2011, mas a diferença de preço de exercício e de bolsa descontados de IR.

94. Cauê Cardoso defendeu-se alegando que não teria havido qualquer alteração no seu comportamento de negociação de ações da Companhia no que se refere à frequência e ao volume de seus negócios, sendo que nas operações em análise o acusado teria alienado percentual e relativamente menos ações do que em operações anteriores (fls. 693-720).

95. Já considerados os desdobramentos, o acusado teria alienado a totalidade das ações que lhe foram disponibilizadas no âmbito do primeiro programa, a totalidade das ações que lhe foram disponibilizadas no âmbito do segundo programa e apenas 25% das ações que lhe foram disponibilizadas no âmbito do terceiro programa.

**Tabela 10: Cauê Cardoso- terceiro plano de opção de compra da PDG**

| <b>Lote</b> | <b>Quantidade</b> | <b>Data de início para exercício</b> | <b>Data final para exercício</b> |
|-------------|-------------------|--------------------------------------|----------------------------------|
| 1º          | 600.000           | 01.01.2011                           | 01.01.2013                       |
| 2º          | 600.000           | 01.01.2012                           | 01.01.2014                       |
| 3º          | 600.000           | 01.01.2013                           | 01.01.2015                       |
| 4º          | 600.000           | 01.01.2014                           | 01.01.2016                       |

96. Caso o acusado tivesse conhecimento de informação relevante não divulgada e tivesse a intenção de utilizá-la para auferir ganho indevido, teria alienado mais do que 25% do total das ações disponibilizadas no terceiro programa, como a totalidade das ações livres.

97. Assim que não houvesse mais impedimentos contratuais, o acusado teria realizado as negociações e se apropriado de sua remuneração variável. Não se poderia esperar outro comportamento já que o acusado teria passado praticamente o ano todo diante da perspectiva de uma remuneração variável nula ou próxima a zero.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

98. Nenhuma informação relevante não divulgada teria sido mencionada durante a reunião de trabalho de 03.02.2012, sendo que a ata de encontro teria deixado claro que os participantes não teriam chegado a nenhuma conclusão sobre os assuntos nela tratados.

99. Assevera que as funções de diretor jurídico não incluíam os trabalhos de elaboração de demonstrações financeiras, acompanhamento de orçamentos de obras ou controles internos de orçamento.

100. Quanto à modificação da política de negociação, alega que foi decisão tomada por conselho de administração eleito em 08.05.2012, ou seja, quando a Companhia estava sob outra administração, e que foi reação a rumores na imprensa de que os administradores da PDG havia negociado derivativos, não tendo sido motivada por negócios feitos no mercado a vista, como os dele.

101. Resumidamente, João Mallet alegou em seu favor que as negociações com ações feitas pelo acusado teriam sido realizadas no âmbito do *stock option plan* PDG (a) de forma temporalmente condizente com suas negociações anteriores e apenas em volume maior no início de 2012, pois seria detentor de mais opções ao longo dos anos, e (b) nos termos permitidos nos §§6º e 7º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/03, sendo previsível que todo administrador que exerce e aliena ações do seu plano de opção de compra vise um ganho legítimo por estar no âmbito de *stock option plan* (fls. 721-757).

102. Desde fevereiro de 2010 ele faria suas subscrições e alienações de ações sempre dentro do *stock option plan* PDG, o qual teria sido objeto de todas as aprovações societárias necessárias. Todas as negociações teriam ocorrido regularmente na primeira metade do primeiro semestre de cada ano (janeiro/fevereiro/março) e na primeira metade do segundo semestre de cada ano (julho) como apontado no Termo de Acusação (fls. 416).

**Tabela 11: João Mallet - terceiro plano de opção de compra da PDG**

| Lote | Quantidade | Data de início para exercício | Data final para exercício |
|------|------------|-------------------------------|---------------------------|
| 1º   | 1.500.000  | 01.01.2011                    | 01.01.2013                |
| 2º   | 1.500.000  | 01.01.2012                    | 01.01.2014                |
| 3º   | 1.500.000  | 01.01.2013                    | 01.01.2015                |
| 4º   | 1.500.000  | 01.01.2014                    | 01.01.2016                |

103. A data escolhida de exercício de 1.050.000 opções de compra de João Mallet em março de 2012 (que tinham prazo de vencimento de exercício até 01.01.2013 e 01.01.2014) teria sido uma decisão que levaria em consideração, de forma conjunta (i) o *vesting period* já



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

alcançado; (ii) o final do período de restrição de alienação de ações no âmbito do *stock option plan* PDG; (iii) e o fato da cotação da ação ter superado o valor da subscrição de tais ações, fazendo a alienação anteriormente à subscrição e usando parte do montante recebido para integralizar as ações subscritas no âmbito do *stock option plan* PDG. Portanto, não teria sido uma decisão unilateral sem qualquer justificativa.

104. No caso das tranches de 300.000 e 750.000 ações questionadas pela Acusação, restaria comprovado mais fortemente o mero e simples exercício do seu *stock option plan* PDG: (i) o período de restrição de alienação de ações estaria encerrado há pouco tempo e o preço de mercado estaria mais alto do que o preço de subscrição – com isso, o acusado teria exercido a opção, alienando tais ações em 02 de março e subscrevendo-as em 05 e 07 de março de 2012.

105. Defende que entre março de 2012 até abril do mesmo ano, teria havido uma reação do próprio mercado de incorporadores como um todo, o que teria provocado a queda nas suas respectivas ações. A escolha de fevereiro de 2012 não teria sido proposital no sentido de ter o acusado um conhecimento prévio específico de alguma informação relevante ou de haver qualquer manipulação de informações pelo acusado, mas somente uma escolha feita no âmbito do *stock option plan* PDG que teria coincidido com um movimento negativo das cotações das ações do próprio setor de incorporação, não sendo a PDG um caso isolado.

106. A PDG como uma companhia extremamente dinâmica teria adquirido vários players do setor em um curto espaço de tempo, estabelecido diversas parcerias, estudado constantemente a viabilidade de diversos tipos de operações de mercado de capitais para sua capitalização, diversas alternativas de crescimento e possibilidade de se destacar dentre os concorrentes. Exigir do beneficiário de um plano de opção de compra de ações que trabalha em uma companhia com este perfil, que ele apenas o exerça na época em que nada esteja acontecendo seria o mesmo que pedir que este benefício não fosse exercido nunca pelo seu titular – exatamente o que o §6º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358 buscaria evitar.

107. Pior ainda seria sugerir que a alienação de ações provenientes de tal benefício só pudesse ser feita nas situações em que a cotação da ação estivesse abaixo do valor cravado para exercício da referida opção, o que seria completamente contraditório ao espírito de um *stock option plan* e abriria um precedente ruim para qualquer executivo de qualquer companhia aberta no Brasil. O preço da opção de compra de ações seria pré-estabelecido exatamente para o administrador se desfazer de suas ações quando a cotação do valor mobiliário estivesse mais alta do que preço de exercício, do contrário, teria prejuízo líquido e certo ao exercê-lo.

108. No caso em tela, se o acusado subscrevesse as ações *vested* do seu *stock option plan* PDG em 04.04.2012, quando o maior valor teria sido de R\$6,19 (fls. 435) e os preços de exercício seriam de R\$6,47 e R\$6,72, ele teria um prejuízo e não a vantagem econômica que um plano de opção de compra de ações com preço previamente estipulado pressuporia.

109. O acusado teria estruturado, em 17.02.2012, um derivativo para 500.000 opções de venda a R\$8,00 e 500.000 opções de compra a R\$10,00, ambas com vencimento em 17.02.2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

No entanto, ao contrário do que teria sido mencionado nos §95 e §96 do Termo de Acusação, não teria havido uma venda a descoberto simulada, pois as 500.000 opções de derivativos teriam lastro em ações que já estariam dentro do *vesting period* do *stock option plan* PDG e já estariam fora do período de vedação à alienação. Logo, uma vez que tais opções apenas não haviam sido exercidas ainda a exclusivo critério do acusado, não existiria o risco de João Mallet não deter o valor mobiliário, se precisasse.

110. O acusado possuiria em 17.02.2012, o saldo de 3.000.000 opções no âmbito do *stock option plan* PDG sendo 1.500.000 opções *vested* e 1.500.000 que ainda não estariam *vested*. A lógica de fazer o *hedge* de 500.000 teria sido a proteção legítima do patrimônio apenas, pois com base no saldo do *stock option plan* PDG que teria direito a subscrever naquele momento (3.000.000 opções todas do 3º Programa), o lucro obtido seria muito mais alto e ficaria claro que o viés como um todo seria de alta e bem expressivo. Na média o resultado em caso de alta seria quase quatro vezes maior para uma mesma variação percentual do papel.

111. No que diz respeito às operações com derivativos, teriam sido realizadas (a) antes da informação sobre a revisão orçamentária da Agre se tornar relevante e (b) conforme política de negociação de valores mobiliários da Companhia, não tendo sido uma venda a descoberto simulada, uma vez que o acusado tinha opções do *stock option plan* já dentro do *vesting period* e fora do período de *lock up*. Além disso, o uso de tal mecanismo de proteção contra os riscos decorrentes de flutuações de preços teria se relevado uma proteção legítima do patrimônio do acusado.

112. Também defendeu que o lucro obtido em suas negociações não teria sido a diferença nas cotações de suas operações e aquela posterior à divulgação das demonstrações financeiras referentes a 2011, mas a diferença de preço de exercício e de bolsa descontados de IR

113. Marcus Sá defendeu-se alegando que nenhuma das premissas da Acusação se sustentaria, pois o cargo e as funções do acusado à época não englobariam a análise e revisão de orçamentos de obras não tendo tido o acusado qualquer conhecimento a respeito de tais revisões (fls. 763- 825).

114. As operações realizadas pelo acusado não seriam atípicas e representariam tão somente o prosseguimento de uma estratégia de *hedge* que já vinha sendo realizada (no caso das operações com opções) e a realização de parte relevante de sua remuneração (no caso das alienações de ações).

115. Em 31.01.2011, o acusado teria exercido parte das opções adquirindo, no âmbito do Plano de Opções, 110.177 ações de emissão da Companhia ao preço de R\$6,35 por ação. Posteriormente, em 01.07.2011, o acusado teria exercido novamente parte das opções a que tinha direito, adquirindo 2.766 ações de emissão da PDG ao preço de R\$6,74 por ação. Sobre as aquisições, não deveria haver questionamentos tendo em vista que teriam sido adquiridas muito tempo antes da alegada revisão de orçamentos de obras em 2012.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

**Tabela 12: Marcus Sá - terceiro plano de opção de compra da PDG**

| <b>Lote</b> | <b>Quantidade</b> | <b>Data de início para exercício</b> | <b>Data final para exercício</b> |
|-------------|-------------------|--------------------------------------|----------------------------------|
| 1º          | 1.050.000         | 01.01.2011                           | 01.01.2013                       |
| 2º          | 1.050.000         | 01.01.2012                           | 01.01.2014                       |
| 3º          | 1.050.000         | 01.01.2013                           | 01.01.2015                       |
| 4º          | 1.050.000         | 01.01.2014                           | 01.01.2016                       |

116. A venda de ações da PDG pelo acusado em 27.01.2012 não seria prática comum porque até aquele mês ele não teria permissão para alienar ações adquiridas no âmbito do plano. No ano de 2011, o acusado teria exercido apenas 2,5% aproximadamente das opções objeto do plano de opções, quando, na verdade poderia ter exercido até 25%.

117. Ao contrário do que teria sido afirmado pela Acusação, ao alienar 110.000 ações de um total de 2.100.000 a que tinha direito, seria inequívoco que o acusado acreditaria que o preço da ação subiria e que ele poderia ganhar muito mais exercendo suas opções e alienando as ações posteriormente.

118. Em 26.01.2012, o acusado teria vendido 400.000 opções de compra com vencimento em 16.04.2012 e preço de exercício de R\$8,00 pelo valor por opção de R\$0,32. A estratégia de vender as opções não seria condizendo com a posse ou uso de informações privilegiadas, mas representaria tão somente uma forma de proteção à exposição que o acusado se encontraria em relação às ações da PDG.

119. O acusado teria estruturado *collar* em 03.02.2012 (mais de dois meses antes da divulgação da suposta informação relevante) da seguinte forma: (i) compra de 400 mil opções de venda com vencimento em 20.08.2012 e preço de exercício de R\$7,80 pelo valor por opção de R\$0,93 e (ii) concomitantemente venda de 400 mil opções de compra com a mesma data de vencimento e preço de exercício de R\$8,20 pelo valor por opção de R\$0,92.

120. As operações com opções realizadas pelo acusado em 03.02 e desfeitas em 09.04.2012 nada teriam de suspeitas ou irregulares, representando tão somente a continuação de uma estratégia que já viria sendo adotada e que em nenhum momento teriam sido influenciadas pela posse de informações privilegiadas.

121. A aquisição de ações por ele efetuada no dia 29.02.2012, dentro do período considerado suspeito pela SEP, na qual levou um prejuízo de R\$ 312.463,73, seria a prova maior a confirmar o que não sabia das informações posteriormente divulgadas pela PDG.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

### V. DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

122. Em 03.09.2014, Michel Wurman protocolou proposta de termo de compromisso (fls. 842-845), tratada em processo apartado de número RJ2014/13216, comprometendo-se a pagar à CVM a quantia de R\$500.000,00, mas a proposta foi rejeitada pela Procuradoria Federal Especializada – PFE.<sup>11</sup> Em 20.03.2015, Michel Wurman protocolou sua desistência da proposta (fl. 110 do PAS CVM nº RJ2014/13216).

### VI. DO PEDIDO DE NOVAS DILIGÊNCIAS

123. Em despacho à SPS (fl. 876) e nos termos do art. 20 da Deliberação CVM nº 538/08<sup>12</sup>, requisitei novas diligências com o fim de apurar momento em que os acusados tiveram ciência:

- (i) da redução do volume geral de vendas, conforme fato relevante de 04.04.2012; e
- (ii) da revisão no orçamento de obras terceirizadas, conforme relatório da administração de 05.04.2012.

#### VI.1. DOS OFÍCIOS ENCAMINHADOS

124. A SPS encaminhou ofício à PDG<sup>13</sup> pedindo informações sobre a estrutura da Companhia (e da controlada Agre) e solicitando atas de reuniões da diretoria executiva, tendo sido informado que a Agre não possuía, à época dos fatos, diretoria executiva ou conselho de administração (fls. 885-894). Além disso, nas poucas atas existentes da diretoria executiva da PDG, os assuntos tratados teriam sido meramente formais.

125. Buscando apurar se houve alguma operação dos Acusados no mercado de ações e/ou derivativos no período analisado, em seu próprio nome ou por meio de pessoas jurídicas, foi encaminhado ofício para a BM&F Bovespa Supervisão de Mercados (BSM).<sup>14</sup>

126. Em resposta (fls. 900-901), foi afirmado que nenhuma das sociedades investidas/administradas pelos diretores teria operado no mercado acionário brasileiro. Em relação às operações com opções, ter-se-ia que:

- (i) João Mallet não teria realizado operações com derivativos referenciados em ações da PDG no período entre 01.01.2010 e 17.02.2012, sendo as operações objeto do presente PAS suas primeiras com este tipo de instrumento; e

<sup>11</sup> PARECER/Nº356/2014/PFE-CVM/ PGF/AGU.

<sup>12</sup> Art. 20. É facultado ao Relator determinar a realização de diligências, além daquelas eventualmente requeridas pelo acusado.

<sup>13</sup> Ofício nº 076/2017/CVM/SPS/GPS-1 (fls. 878-879).

<sup>14</sup> Ofício nº 080/2017/CVM/SPS/GPS-1.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

(ii) Marcus Sá teria realizado operações com opções referenciadas em ações da PDG a partir de abril de 2011, sendo que estas operações teriam seguido o mesmo padrão das operações indicadas no Termo de Acusação (compra de *puts* e venda de *calls*);

#### VI.2. DA INSPEÇÃO NA ERNST & YOUNG

127. Visando estabelecer o momento em que a revisão orçamentária foi tratada pela auditoria, foram realizadas inspeções nas sedes da E&Y (Rio de Janeiro e São Paulo), pela auditoria externa da PDG e da Agre no ano de 2011, nas quais se analisaram os papéis de trabalho e os e-mails dos responsáveis pelos trabalhos.

128. Foi apurado que a E&Y, para o ano de 2011, teria contratado horas de equipe de engenharia para revisar os orçamentos e realizar visitas em obras selecionadas. Tal procedimento teria ocorrido para todas as empresas do ramo de construção civil auditadas por eles, tendo em vista que os custos para o segmento estariam crescendo acima do esperado devido ao mercado muito aquecido, o que poderia levar a problemas de continuidade das empresas.

129. Porém, o arquivo principal com as informações destas revisões, (“Copy of E05 - F2 - Inspeção Física Obra e Stand2” – fl. 940) estava corrompido e não foi possível confirmar, por meio dos documentos constantes no material de trabalho da auditoria, quando teriam sido realizadas todas as visitas e revisão de orçamentos para os empreendimentos selecionados.

130. No entanto, em arquivos apartados, referentes à revisão do empreendimento Domo Business (fl. 955-984), a equipe da E&Y, após visita ao empreendimento realizada em 13.12.2011, teria constatado a existência de um aumento no orçamento de R\$ 21.967.260,17:

“A revisão do orçamento da obra ocorre trimestralmente uma vez que está ligada ao andamento da obra, observa-se que, corrigindo o Orçamento Inicial, através dos índices INCC, o valor esperado é de R\$ 228.328.381,67. Entretanto, as projeções da gestão de obra, registradas no Relatório de Acompanhamento Mensal de Dez/11, e que tem Aditivos Contratuais indicam um custo final de R\$ 250.295.641,84, ou 9,62% a mais que a meta para o Orçamento Revisado (Previsto).”

131. Não foi possível localizar, nos servidores da E&Y, a maioria das caixas de emails desejadas, mas, entre os emails localizados, havia uma mensagem do auditor sênior responsável pela Agre, datada de 17.01.2012, acompanhada de uma apresentação de título “*Agre Empreendimentos Imobiliários S/A – Reunião 07 de dezembro de 2011 – Assuntos para discussão*” (fls. 947-950).

132. A apresentação relacionava alguns pontos de auditoria e trazia, como um dos principais assuntos, especificamente, a gestão de orçamento de obras, onde constava a informação que o grupo Agre teria apresentado complementos constantes nos custos, cujo “Valor Envolvido” seria de R\$222 milhões, ou seja, praticamente idêntico à revisão anunciada em abril, que foi de R\$222,15 milhões:



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

| Ponto | Assunto   | Valor envolvido        | Descrição  |
|-------|---|------------------------|--|
| 1     | Gestão dos orçamentos - complementos frequentes | MR\$ 222 no 3º trim/11 | Desde o 4º trimestre de 2010 o Grupo Agre vem identificando complementos de custo orçado para os projetos em andamento. No 3º trimestre de 2011 foi realizado um complemento relevante e na maioria dos casos se tratava de empreendimentos a serem entregues no curto prazo.<br>Itens para discussão: concentração de ajustes em obras oriundas da KS; sinergia entre os controles da contabilidade x engenharia/gestão de obras; acesso restrito aos responsáveis pela engenharia/gestão de obras; complementos de orçamento não considerados? |
| 2     | SAP - Go Live                                   | -                      | Resultado do “projeto conciliação”<br>Carga de dados – consistência<br>O que é SAP e o que está fora?<br>Trabalhos de auditoria x estrutura interna x mudanças de pessoas e controles  |
| 3     | Impostos diferidos ativos                       | MR\$ 21                | Concentrado na <u>Asacor</u> (MR\$ 13) e Agre (MR\$ 6)<br>Mudança do regime tributário x racional econômico  |
| 4     | Fragilidades na documentação contábil           | -                      | Falta de diversos documentos: orçamentos validados/assinados; memoriais de incorporação de empreendimentos recém lançados; alterações societárias mantidas na forma de minuta; controle das contingências; securitização   |
| 5     | Goodwill  | -                      | A maioria possui vida útil definida<br>Principal valor se refere a <u>Setin</u> – aproximadamente MR\$ 38<br>Estudos para amortização não estão formalizados (mas precisam estar)  |

133. Ressaltou a SPS em seu relatório que, em 17.01.2012, ao solicitar a preparação da apresentação para reunião sobre a Agre, o auditor teria enviado a seu par um documento que teria sido preparado para uma reunião similar, só que no mês anterior, 07.12.2011, já contendo a menção de “orçamentos não considerados” na ordem de R\$ 222 milhões.

134. Embora a SPS não tenha obtido comprovação da realização da reunião de 07.12.2011, ele apontou que haveria evidências de que ocorreu a reunião com a equipe da PDG em 18.01.2012, destacando-se a participação da *controller* da PDG, subordinada ao diretor financeiro, João Mallet, ocasião em que a equipe da E&Y teria solicitado que fossem apresentadas datas para respostas aos diversos questionamentos apresentados. Em 24.01.2012, a *controller* teria respondido à solicitação e, em relação às obras, indicado que as explicações sobre reajustes nos orçamentos seriam apresentadas ainda no mês de janeiro de 2012 (fls. 952-954).

### VI.3. DA INSPEÇÃO NA PDG

135. Foi também realizada inspeção na sede da PDG em São Paulo, buscando colher documentos e mensagens eletrônicas. Novamente, devido ao tempo transcorrido entre os fatos analisados e a inspeção, não teriam sido localizados todos os documentos solicitados, tais como caixas de emails dos acusados e arquivos dos servidores da Agre.

136. Entre os e-mails localizados, destaca-se um datado de 02.12.2011, no qual o gerente de planejamento e controle de obras da obras da Agre, F. B., recebeu a informação de que seis



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

empreendimentos que tinham as obras terceirizadas, geridas por uma única sociedade, teriam um desvio no custo de mais de R\$ 35 milhões de reais (fl. 938).

137. Outros e-mails de F. B. (fls. 985 a 991) confirmariam a existência de reuniões mensais, ainda em 2011, organizadas pelo Instituto de Desenvolvimento Gerencial (INDG)<sup>15</sup>, nos quais seria discutido com a PDG, entre outros assuntos, o Relatório de Acompanhamento Mensal (RAM) e os orçamentos de obras.

138. Não teria sido possível localizar atas das reuniões mensais organizadas pelo INDG, ou cópias dos RAMs. Porém, pela análise das mensagens, a SPS concluiu que havia, por parte do gerente F. B., preocupação em mensalmente atualizar a diretoria da PDG sobre as obras com projeções e informações fidedignas de orçamento e andamento (fls. 985-991).

139. Quanto ao momento em que os Acusados tomaram ciência da necessidade de redução do VGV de lançamentos para 2012, as diligências não localizaram nos emails e arquivos analisados qualquer evidência de discussão sobre a referida alteração nem quando poderiam ter ocorrido ou quem delas participado.

### VI.4. DOS DEPOIMENTOS COLHIDOS

140. Visando a entender melhor os documentos localizados e como foi o processo de revisão de orçamentos e de auditoria ocorridos no período de outubro de 2011 a abril de 2012, foram tomados depoimentos de ex-funcionários da Agre e da PDG.

## VII. **DA MANIFESTAÇÃO DOS ACUSADOS SOBRE AS DILIGÊNCIAS**

141. Os Acusados alegaram que as diligências foram conduzidas sem atendimento ao disposto no art. 23 da Deliberação CVM nº 538/08<sup>16</sup>, o que teria feito com que as perguntas dos inspetores nos depoimentos colhidos tivesse sido feitas de forma enviesada e sem as defesas pudessem colocar seus próprios quesitos.

### VII.1. FREDERICO CUNHA

142. Frederico Cunha manifestou-se em relação às diligências (fls.1003-1036) alegando que elas comprovariam o atraso das demonstrações financeiras em abril 2012 e que o valor da revisão de orçamentos verificadas no 4T11 e seu impacto somente teriam sido conhecidos no final de março de 2012.

<sup>15</sup> Atualmente denominado Instituto Falconi.

<sup>16</sup> Art. 23. O acusado, conforme o tipo de prova a ser produzida, será informado da data e local em que ela será colhida, para que possa, querendo, pessoalmente ou por intermédio de seu representante legal, acompanhar sua produção.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

143. Nesse sentido, planilha “E05 – F2 – Inspeção Física Obra e Stand” constante do CD à fls. 940 registraria visitas a obras realizadas nas primeiras semanas de março, quando teria sido verificada a necessidade da revisão de orçamentos de R\$ 222 milhões.

144. Sua função como diretor de investimentos e acompanhamento gerencial envolveria o acompanhamento dos projetos imobiliários da PDG com enfoque em retorno de investimento e não em repercussões contábeis.

145. Os indícios de que teria conhecimento da revisão de orçamentos se refeririam às discussões habituais de orçamentos entre as áreas responsáveis e os auditores. Tais indícios já teriam sido analisados no RJ2014/7352, no qual o acusado foi absolvido, tendo o Colegiado da CVM concordado que os indícios não autorizariam a conclusão da Acusação por se referirem unicamente à habitual revisão de orçamentos e não àquela do final de elaboração das demonstrações anuais de 2011.

146. Acrescenta que teria agido nos primeiros meses de 2012 exatamente da maneira que haveria agido anteriormente, depois que o período de restrição para negociar ações no âmbito de *stock option* se encerrasse, vendendo todas as suas ações quando a cotação permitisse rendimento positivo.

#### VII.2. MICHEL WURMAN

147. Michel Wurman manifestou-se no mesmo sentido (fls.1037-1060), reiterando que os documentos obtidos nas inspeções provariam que a intensidade da revisão de orçamentos e o quanto ela impactaria no resultado do 4º trimestre teria sido conhecida na reta final do fechamento das demonstrações relativas ao exercício de 2011.

148. O texto da apresentação junto à mensagem interna dos auditores na qual constava tabela com o apontamento “222M/3ºTri” não autorizaria a conclusão dos inspetores de que esse valor se referiria a uma pendência. Haveria referência expressa a um complemento relevante que realizado no 3º ITR de 2011, não constando ali que o valor precisava ser reconhecido. Além disso, o valor também poderia corresponder ao acumulado de revisões desde 2010, já que o texto teria se referido a revisões constantes realizadas desde tal ano.

149. O acusado, à época do 3º ITR, não possuiria atribuições financeiras, de modo que não saberia esclarecer ao que se referiria o valor citado, mas seria certo que não estaria relacionado ao valor de revisão que impactou o balanço de fechamento de 2011, principalmente devido à redação da apresentação.

150. O texto do slide seguinte à apresentação detalharia o que se poderia esperar para o balanço de 2011 e deixaria claro que os auditores discutiriam recorrentemente a revisão de orçamentos, solicitando um maior aprofundamento e novas análises para os trabalhos relativos às demonstrações anuais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

151. A apresentação final usada pela E&Y com a PDG corroboraria a informação de que em janeiro nada se sabia sobre a revisão de orçamentos, sendo que, apesar do item “revisão de orçamentos” estar previsto para ocorrer em dezembro de 2011 e janeiro de 2012, seu status permaneceria suspenso (“*on hold*”).

152. Posteriormente, a PDG teria enviado essa apresentação para a E&Y, com suas expectativas de prazos, indicando que a revisão de orçamentos se iniciaria em 20 de fevereiro, sendo que a previsão de entrega dos consolidados se daria somente em 27 de fevereiro, a reunião de fechamento no dia 20 de março e o envio das demonstrações à PDG em 23 de março de 2012.

153. A planilha “E05 – F2 – Inspeção Física Obra e Stand” também indicaria que, em março, os orçamentos ainda estariam em fase de revisão, pois conteria relatórios sobre as visitas dos auditores sem qualquer indicação de data ou referência a março de 2012.

154. Além disso, o impacto de uma revisão de orçamento dependeria de outras variáveis como estágio da obra, tipo de empreendimento e percentual em que tal empreendimento seria apropriado nos resultados da PDG.

155. As notas explicativas 8.b e 8.c nos ITR e DF de 2011 trariam a posição de controladas que executavam obras, sendo que muitos não seriam 100% reconhecidas pela PDG por serem obras realizadas em parceria.

156. O fato de haver discussões constantes de revisão de orçamentos registrados nos e-mails e reunião citados pela Acusação, nos quais o acusado não teria participado diretamente, não autorizaria a conclusão de que essas discussões permitiriam antecipar a revisão de orçamentos ocorrida nos trabalhos de fechamento das DFs de 2011.

157. O consolidado de 2011 seria o primeiro a partir do SAP, sendo que esse trabalho de integração de todas as empresas da PDG no sistema teria sido árduo, complexo e demorado. A divulgação de demonstrações não auditadas faria prova de que a Companhia teria tido a preocupação de informar o mercado tão logo fosse capaz de concluir suas demonstrações financeiras, atrasadas em função do SAP.

158. O acusado também já teria sido absolvido da acusação de falha informacional por não ter antecipado ao mercado a revisão de orçamentos verificada no encerramento de 2011 pelo Colegiado da CVM (PAS 2014/7352). Por fim, Michel Wurman destacou que não teria se envolvido ou participado de reuniões no curso da elaboração das demonstrações financeiras anuais, somente participado do seu fechamento.

### VII.3. CAUÊ CARDOSO

159. Em sua manifestação, Cauê Cardoso também alegou que a apresentação anexa à mensagem do auditor, em dezembro de 2011, falaria de R\$ 222 milhões tratando do 3º ITR/2011 e não do 4º ITR/2011 (fls.1067-1077).



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

160. Apontou que constaria no último slide da apresentação de 18.01.2012 o cronograma tentativo de fechamento das demonstrações financeiras da Agre e ali constaria expressamente que a expectativa de fechamento para envio a PDG seria de 20 de março de 2012.

161. No mesmo sentido, o e-mail de fls. 757 provaria que a primeira versão das demonstrações financeiras da Agre só teria sido elaborada em 21.03.2012 pela administração da Agre e as demonstrações financeiras consolidadas da PDG em 26.03.2012.

162. Por fim, o membro do conselho fiscal teria solicitado reunião com a Companhia e auditores em 03.02.2012, da qual participou, a fim de melhor entender como teriam sido realizados os trabalhos durante o ano de 2011 e como estariam as providências para as demonstrações do 4º trimestre de 2011, enviando, ao final, resumo por e-mail, o qual a Acusação teria chamado de ata.

163. Esta reunião de trabalho realizada em 03.02.2012 teria apenas descrito as providências que seriam necessárias para que as demonstrações financeiras fossem preparadas dentro do prazo legal. No relato, o conselheiro fiscal teria feito questão de destacar que ainda não havia sido apurado o impacto das revisões orçamentárias de obras.

#### VII.4. JOÃO MALLET

164. João Mallet também se manifestou quanto às diligências alegando inicialmente que teria sido absolvido por unanimidade no mesmo processo RJ2014/7352(fl.1078-1097).

165. Alegou que, sendo diretor financeiro da *holding* à época dos fatos, não lidaria com questões operacionais, entrando em pontos importantes nas subsidiárias apenas quando surgissem. Afirmou que não teria tido acesso ao e-mail apontado no relatório entre integrantes da E&Y cujo anexo seria uma minuta preliminar às questões para fins de DF 2011, justamente por se tratar de uma minuta interna da empresa de auditoria.

166. Além disso, o acusado reitera não ter participado da reunião de 18.01.2012. Acrescenta que ainda que tivesse discutido com a *controller*, sua subordinada, os assuntos tratados com a E&Y nesta reunião, pela relação de hierarquia profissional ela só poderia comentar sobre o que havia recebido, e a versão final da apresentação não conteria números de revisão de orçamentos, em especial o de R\$ 222 milhões constantes da apresentação de 07.12.2011.

167. O slide 3 desta minuta de 07.12.2011 trataria de valores absorvidos no 3º trimestre de 2011 e que, portanto, nada teriam a ver com a revisão de custo de obras identificada em março de 2012.

168. Corroborando o raciocínio acima, anexou e-mail de 04.11.2011 (fls. 1096-1102), em que a E&Y teria enviado para a PDG dois arquivos contendo “assuntos e pendências em discussão”. No referido documento, haveria comentário tratando da “análise da engenharia” que denotaria “a revisão do custo orçado e conclusão da contabilidade para os efeitos”:



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

“Neste trimestre foi complementado R\$ 146 milhões no orçamento e reduzidos R\$ 80 milhões. Conseguimos estas informações em reunião, porém ainda não recebemos a lista.

A explicação dos ajustes ainda será formalizada pelo cliente para a nossa análise, contudo a análise por parte deles remete a mudança de estimativa”.

169. O valor de re-orçamento tratado no e-mail seria de R\$ 226 milhões, pois englobaria toda a variação positiva ou negativa, e considerando-se a redação, tratar-se-ia de uma estimativa a ser refinada até a divulgação do 3º ITR, onde, pela planilha de 07.12.2011, se chegou ao montante de R\$ 222 milhões, que defende ter sido absorvido no 3º trimestre.

170. Acrescenta que, uma vez havendo um valor importante de re-orçamento, definido pela administração e pelo seu auditor externo em 04.11.2011, a não absorção deste valor já no 3º ITR acarretaria na inclusão de um parecer com ressalva, o que não ocorreu.

171. Apesar de semelhante, o valor contido no slide 3 da minuta de apresentação e o valor de R\$ 222,15 milhões, referente ao impacto negativo da PDG divulgado em 04.04.2012 não tratariam dos mesmos custos.

172. Na reunião de 03.02.2012, de que participou, teria havido a exposição, ao conselheiro fiscal, do plano de trabalho que seria feito para auditoria das DF 2011, que ainda estaria em fase preliminar.

173. Alega que a menção na ata de tal reunião às “obras que tinham custos subestimados” e que “tiveram o custo orçado ajustado” se referiria aos resultados dos 1º, 2º e 3º trimestres de 2011, anteriores ao 4º ITR/2011. Tanto seria assim que, em 09.03.2012, a equipe da E&Y teria entrado em contato com a PDG para agendar visitas às obras pela equipe de engenharia.

174. Ao analisar o documento da EY que trata do empreendimento Domo Business, a SPS teria concluído de forma equivocada que tal valor se referiria ao re-orçamento a ser lançado nas DFs 2011, mas não teria reparado que, na verdade, haveria dois aditivos de contratos referentes ao empreendimento: um assinado em 2010, que teria tratado de re-orçamento de R\$ 13,8 milhões e outro referente a dezembro de 2011 no valor de R\$ 3 milhões (fls. 959v).

#### VII.5. MARCUS SÁ

175. Marcus Sá manifestou-se reafirmando que suas atribuições consistiriam em coordenar as rotinas administrativas da PDG, tais como desenvolvimento de sistemas de informática, contratação e gerenciamento pessoal. Apontou que em nenhum dos documentos obtidos nas diligências haveria menção ao nome do acusado (fls. 1110-1119).

176. O plano de opções da PDG representaria parcela relevante – cerca de 60% - da remuneração dos executivos da Companhia e o preço de exercício dessas opções – aproximadamente R\$ 6,00 por ação – seria considerado relativamente alto, o que faria com que em determinados períodos a opção ficasse *out of money* e perdesse valor.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

177. O acusado também reafirmou que teria comprado ainda mais ações da PDG no dia 29.02.2012, antes, portanto, da divulgação das demonstrações financeiras, somente vendendo-as em junho de 2013, com prejuízo de R\$ 312.463,73.

178. Segundo seu entendimento, teria sido a dificuldade de implementar o sistema SAP que teria ocasionado o atraso no fechamento das DF daquele ano de 2011. Mais especificamente, as dificuldades compreenderiam (i) a gestão de obras de terceiros e a implementação do SAP na Agre; (ii) a adaptação do sistema às especificidades da Agre; e (iii) em dezembro de 2011, a implementação em curso do SAP na Agre, que fez com que, nos meses seguintes de 2012, volume considerável de informações ainda precisasse ser inserido.

#### VII.6. JOSÉ GRABOWSKY

179. Por fim, José Grabowsky manifestou-se alegando que, primeiramente, o Colegiado da CVM já teria reconhecido, no PAS RJ2014/7352, que os quatro indícios usados para se concluir que ele poderia antecipar a informação prestada em abril de 2012 não seriam suficientes (fls.1122-1147).

180. A revisão do *guidance* de 2012 teria decorrido do volume de lançamentos verificado ao longo do primeiro trimestre e do seu impacto na projeção de vendas. Nos anos anteriores, a Companhia viria conseguindo alcançar o *guidance* de lançamentos, sempre divulgando antes do início do exercício, o que se mostraria possível quando o resultado no primeiro trimestre apontasse lançamentos correspondentes a 18% do *guidance*.

181. Ao final do primeiro trimestre de 2012, porém, os lançamentos alcançaram apenas 11,9% do *guidance* e, mesmo após revisão, o volume de lançamentos do primeiro trimestre teria sido de 14% do *guidance*:

**Tabela 13: *Guidance* de lançamentos da PDG nos primeiros trimestres de 2009 a 2012**

| <b>Período</b>  | <b>Lançamentos<br/>(em milhões R\$)</b> | <b><i>Guidance</i><br/>(em bilhões R\$)</b> | <b>Média <i>Guidance</i><br/>(em bilhões R\$)</b> | <b>% Lançado<br/>no 1T</b> |
|-----------------|---|---|---|----------------------------|
| 1T09            | 472                                     | 2 a 3                                       | 2,5   | 18,9%                      |
| 1T10            | 846                                     | 4,3 a 4,8                                   | 4,5   | 18,6%                      |
| 1T11            | 1.760                                   | 9 a 10                                      | 9,5   | 18,5%                      |
| 1T12 (original) | 1.190                                   | 9 a 11                                      | 10  | 11,9%                      |
| 1T12 (revisito) | 1.190                                   | 8 a 9                                       | 8,5   | 14,0%                      |

182. Esta informação, por outro lado, não estaria disponível com antecedência porque, pela dinâmica do mercado para imóveis novos, no primeiro trimestre do ano, os lançamentos e as vendas se concentrariam no final do período.

183. Asseverou não ter recebido o e-mail com a apresentação que seria pauta da reunião de 18.01.2012 e, mesmo assim, esta apresentação não conteria referência a qualquer valor



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

relativo à revisão de orçamentos das obras. Ao contrário, a versão final da apresentação, em relação ao tema “*orçamento de obras*” indicaria a necessidade de “*análises dos processos, revisão dos orçamentos e inspeção física de obras*”, estando o assunto “*on hold*”.

184. O acusado – ou qualquer outro administrador ou empregado da PDG – não teria recebido nem tomado conhecimento da mensagem do dia 17.01.2012, trocada entre profissionais da E&Y e na qual estava anexa apresentação de 07.12.2011, onde constava o 3º trimestre de 2011 como o período de referência para os complementos de custos além dos orçados. Este fato provavelmente significaria que tais custos incorridos e seus impactos já teriam sido reconhecidos no resultado do trimestre anterior.

185. No item 1 da mesma apresentação constava a menção a complementos no terceiro trimestre de 2011 que, na maioria dos casos, se referiria a “empreendimentos a serem entregues no curto prazo”.

186. Próximo à conclusão de determinadas obras, teria se verificado a necessidade de um gasto adicional, além do previsto, para finalizar as construções. O impacto dessas despesas não previstas teria se refletido no caixa da Companhia, mas também teria sido acrescido no custo de aquisição do ativo no patrimônio de cada Sociedade de Propósito Específico, com reflexo no balanço da PDG.

187. Os R\$ 222 milhões referenciados na minuta de apresentação se refeririam a custos já incorridos além dos orçados pela Agre e não à revisão dos orçamentos das obras que impactariam o resultado da PDG. Isso se evidenciaria com a constatação de que a minuta de apresentação com referências aos R\$ 222 milhões se referiria à Agre, enquanto os R\$ 222,15 milhões de reforço no orçamento seriam da PDG.

188. Considerando que a Agre representaria aproximadamente 40% do VGV da PDG, para que fosse possível o entendimento da SPS, a necessidade de reforço de orçamento de todas as demais obras da PDG, com exclusão da Agre, deveria ser zero.

189. A versão da apresentação juntada a fls. 952/954 seria a da ata de reunião enviada pela E&Y à PDG antes da reunião de 18.01.2012, sendo que o documento ainda teria diversos itens a serem preenchidos pela equipe da PDG. Segundo o teor do arquivo no CD juntado à fls. 940, no que se refere aos orçamentos e à inspeção física das obras, teria havido postergação da previsão original, estimando-se a conclusão daquela atividade para a semana de 20 de fevereiro.

190. Em relação ao empreendimento Domo Business, o acréscimo citado pela SPS teria sido calculado sobre o valor original do contrato, celebrado em 2008, porém, teriam sido assinados dois termos aditivos posteriormente. Ou seja, parcela substancial do acréscimo de preço deste empreendimento já haveria sido reconhecida na contabilidade em dezembro de 2010, não havendo qualquer impacto sobre o resultado de 2011.

191. Nos contratos com a construtora Bueno Netto, cujos empreendimentos teriam sido mencionados na mensagem eletrônica de fls. 938, com quem a Agre manteria parceria à época,



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
www.cvm.gov.br

para assegurar um maior alinhamento de interesses, a construtora deteria uma participação nos empreendimentos por ela construídos. Em tais contratos, a construtora asseguraria o orçamento e seu eventual descumprimento seria garantido pela participação detida na SPE titular do empreendimento. Mesmo que houvesse um acréscimo de preço, isso seria neutro para a PDG já que ela aumentaria sua participação em detrimento da participação da construtora.

192. Além disso, o acréscimo de preço no custo das obras de alguns empreendimentos seria parte da rotina das incorporadoras, não sendo cabível concluir, a partir da constatação de que seis ou sete empreendimentos exigiriam algum tipo de acréscimo no orçamento, que todos os demais estariam em situação semelhante.

193. Em relação às reuniões do Instituto de Desenvolvimento Gerencial – INDG, das quais o acusado teria participado, embora elas ocorressem mensalmente, os assuntos tratados seriam abrangentes, sem discussões aprofundadas sobre orçamentos de obras.

194. Por fim, a consistência da conduta do acusado, que teria alienado ações pelo exercício do *stock option*, revelaria que ele teria vendido para monetizar parcela relevante da sua remuneração como diretor presidente.

### **VIII. DO DESPACHO SOBRE AS PROVAS PRODUZIDAS NAS DILIGÊNCIAS**

195. Em vista da alegação dos Acusados de que não foi atendido, nas diligências da SPS, o disposto no art. 23 da Deliberação CVM nº 538/08, determinei, em 29.08.2018 (fls. 1.162-1.163), o desentranhamento de todos os depoimentos coletados no curso das referidas diligências, por considerar que as circunstâncias que permeiam a produção da prova testemunhal requeriam que eles tivessem sido intimados para acompanhar sua produção e formular perguntas, caso tivessem interesse.

196. Em relação às provas documentais, a ausência de intimação aos acusados para o acompanhamento de sua produção não lhes retira a higidez e, por esse motivo, mantive-as nos autos em sua integralidade, ressaltando, também, que todos os acusados, devidamente intimados, sobre elas se manifestaram.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 13 de novembro de 2018.

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR RELATOR