



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

**VOTO**

**I. OBJETO E ORIGEM**

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) para apurar a responsabilidade de ex-administradores da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações (“Companhia” ou “PDG”) pela negociação de valores mobiliários de emissão da Companhia de posse de informações relevantes sobre a sociedade, antes de sua divulgação ao mercado em 04.04.2012, em suposta infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976,<sup>1</sup> e ao art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> “Art. 155. §1º Cumprido, 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 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,



## 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. Foram acusados o então Diretor Presidente, José Antonio Tornaghi Grabowsky (“José Grabowsky”), o Diretor Vice Presidente e de Relações com Investidores, Michel Wurman, o Diretor Financeiro, João Miguel Mallet Racy Ferreira (“João Mallet”), o Diretor Jurídico, Cauê Castello Veiga Innocência Cardoso (“Cauê Cardoso”), o Diretor de Investimentos e Acompanhamento Gerencial, Frederico Marinho Carneiro da Cunha (“Frederico Cunha”), e o Diretor Administrativo Operacional, Marcus Vinícius Medeiros Cardoso de Sá (“Marcus Sá”), em conjunto, “Acusados”.

## II. DOS FATOS E DA ACUSAÇÃO

### II.1. INTRODUÇÃO

3. A PDG, companhia aberta sem controle definido e atualmente em recuperação judicial, de cujo objeto social faz parte a incorporação imobiliária e a participação em outras sociedades que atuam no setor imobiliário, possuía, à época dos fatos, entre outras, as unidades de negócios Godfarb, CHL, PDG São Paulo e Agre, esta última incorporada em junho de 2010 e formada pela combinação das operações das incorporadoras Agra, Abyara e Klabin Segall.<sup>3</sup>

4. Em 04.04.2012, a Companhia, que desde a abertura de seu capital em 2007 apresentava crescentes resultados positivos em seus negócios,<sup>4</sup> divulgou resultados preliminares não auditados referentes ao exercício social de 2011 (fls. 141-145), informando um *“impacto negativo não recorrente no 4T11 de R\$ 222,15 milhões devido à revisão de orçamento de projetos com obras terceirizadas”* (fl. 142).<sup>5</sup>

5. Também foi informado que, após a mencionada revisão de orçamentos, o lucro líquido do 4º trimestre de 2011, que antes dos ajustes seria de R\$ 102,316 milhões, reverteu-se para um prejuízo de R\$ 20,377 milhões (fl. 143-v).

6. Na apresentação desses resultados (fl. 140), o Diretor Presidente José Grabowsky afirmou 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.”* Também informou que, de modo a priorizar as vendas e não o crescimento, a Companhia diminuiu para a faixa de R\$ 8-9 bilhões o *guidance* de seu valor geral de vendas lançado (“VGV”)<sup>6</sup> para 2012 (fl. 140-v), cuja previsão anterior, divulgada em 14.11.2011 no Sistema IPE desta Autarquia, era de R\$ 9-11 bilhões. A

---

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> Fonte: Formulário de Referência de 2011, arquivado no Sistema IPE em 16.01.2012.

<sup>4</sup> Quanto à evolução dos resultados da PDG desde a abertura de seu capital, reporto-me aos itens 3 a 6 do Relatório que acompanha esse Voto.

<sup>5</sup> Os resultados definitivos e auditados foram divulgados no Sistema IPE um dia depois, em 05.04.2012.

<sup>6</sup> O VGV é o valor total a ser potencialmente obtido por uma incorporadora pela venda de todas as unidades lançadas 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

informação sobre a revisão do *guidance* também foi divulgada, na mesma data, como Fato Relevante (fl. 387)

7. As demonstrações financeiras definitivas e auditadas do exercício de 2011 foram publicadas pela PDG no dia seguinte, em 05.04.2012, e o relatório da administração que as acompanhou reiterou que obras terceirizadas, cujo maior volume se encontrava na Agre, trouxeram alguns danos e acarretaram efeitos não provisionados, levando a que a Companhia procedesse a uma revisão dos orçamentos daquelas obras no montante de R\$ 222,15 milhões.

8. O relatório da administração também registrou que os esforços da Companhia para 2012 estariam focados nos ganhos de eficiência interna e que, por isso, decidiu-se pela revisão do *guidance* de lançamentos para a faixa entre R\$ 8-9 bilhões.

9. Em resumo, a PDG divulgou ao mercado, em 04.04.2012, duas decisões sobre seus negócios que, em virtude da anterior performance econômica da Companhia, extremamente positiva, eram capazes de influenciar negativamente a cotação de seus papéis e que, dessa forma, se enquadram no conceito de fato relevante trazido pelo art. 2º da Instrução CVM nº 358/02<sup>7</sup>: uma revisão de orçamentos de obras terceirizadas, que transformou em prejuízo o lucro anteriormente previsto para o 4º trimestre de 2011, e a redução significativa na projeção de lançamentos e vendas de imóveis para 2012, em relação ao anteriormente anunciado.

10. Contudo, antes desses anúncios, mais especificamente entre janeiro e março de 2012, os Acusados alienaram expressivas quantidades de valores mobiliários de emissão da Companhia, consolidadas na tabela abaixo:

**Tabela 1: Alienações de ações feitas pelos Acusados no primeiro trimestre de 2012**

Diretor	Início das vendas	Término das vendas	Quantidade alienada	Montante recebido (R\$)
José Grabowsky	23.01.2012	09.03.2012	3.115.000	23.852.943,59
Michel Wurman	26.01.2012	08.03.2012	2.625.418	20.231.450,34
João Mallet	26.01.2012	02.03.2012	1.372.614	10.716.327,00
Cauê Cardoso	08.02.2012	02.03.2012	703.652	5.557.595,08
Frederico Cunha	13.02.2012	09.03.2012	1.800.000	14.175.183,50
Marcus Sá	27.01.2012	-	110.000	826.345,00

11. A SEP considerou determinados fatos e documentos, que serão analisados no curso deste voto, como sendo indícios que, avaliados em conjunto, fariam prova de que os Acusados já

<sup>7</sup> “Art. 2º. Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.”



## 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

teriam conhecimento da revisão de orçamentos de obras de terceiros anunciada no começo de abril de 2012, quando fizeram seus negócios.

12. De acordo com a área técnica, mesmo que eles não soubessem do valor exato da revisão, o simples fato de terem conhecimento sobre a sua necessidade 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.

13. No tocante à revisão para baixo do *guidance* de 2012, a SEP afirmou não ser razoável que ela tenha sido deliberada somente após 09.03.2012, data em que os administradores encerraram seus negócios com ações da Companhia.

14. Essas conclusões levaram a área técnica, após analisar as operações e os perfis progressos de investimento dos Acusados, a instaurar contra eles o presente processo administrativo sancionador, acusando-os de uso indevido de informações privilegiadas, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

15. Após a apresentação das defesas pelos Acusados, requeri à Superintendência de Processos Sancionadores (SPS), nos termos dos artigos 20 e 21 da Deliberação CVM nº 538/08,<sup>8</sup> a realização de novas diligências com o fim de apurar com maior precisão o momento em que os acusados tiveram ciência da redução do *guidance* para o VGV de 2012 da Companhia e da revisão no orçamento de obras terceirizadas (fl. 876).

16. Nos termos de meu despacho de 29.08.2018 (fls. 1.162-1.163), serão valoradas no presente voto, em acréscimo ao apontado pelo termo de acusação, somente as provas documentais obtidas pela SPS em suas diligências, sobre as quais todos os Acusados, devidamente intimados, se manifestaram.

### II.2. DOS DISPOSITIVOS LEGAIS E REGULAMENTARES INFRINGIDOS

17. Do exposto anteriormente, verifica-se que o presente processo busca apurar se os Acusados, todos eles administradores da PDG, à época dos fatos, negociaram valores mobiliários de emissão da Companhia em razão do conhecimento antecipado de informações relevantes, divulgadas ao mercado após o fim de suas operações, conduta ilícita denominada *insider trading* e vedada pelo art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

18. Esses dispositivos impõem aos administradores de companhia aberta, na presença de informação relevante sobre os negócios da sociedade ainda não divulgada ao público, a proibição de negociar com valores mobiliários de sua emissão. Busca-se, com isso, preservar o princípio da igualdade de acesso à informação, garantia fundamental da confiabilidade geral do mercado.

<sup>8</sup> Art. 20. É facultado ao Relator determinar a realização de diligências, além daquelas eventualmente requeridas pelo acusado.

Art. 21. As diligências, quando necessárias, poderão ser realizadas por qualquer das Superintendências ou pela PFE, a critério do Relator.



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

19. Pela redação do §1º do art. 155 da Lei, para que determinada negociação de valores mobiliários por parte de administrador de companhia aberta se configure como um *insider trading*, é necessário haver a confluência dos seguintes elementos: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público; (ii) o acesso à informação privilegiada; e (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem.

20. Em função da gravidade do ilícito para a credibilidade do mercado de capitais, bem como da dificuldade em se comprovar a intenção dos agentes em auferir vantagem indevida e o exato momento em que eles tiveram acesso à informação, a Instrução CVM nº 358/02 estabelece algumas presunções, baseadas na experiência empírica do que ordinariamente ocorre, que instrumentam a atividade sancionadora da Autarquia e orientam o trabalho da acusação.

21. Conforme colocado pelo Diretor Relator Pablo Renteria no voto condutor do PAS CVM nº 2011/3823, julgado em 09.12.2015, a norma regulamentar reconhece que “*a relação mais ou menos estreita mantida pelo acusado com a companhia à época dos fatos autoriza a presunção de determinados fatos que integram a configuração da prática de insider trading*”.

22. Assim, para administradores de companhia aberta, denominados, juntamente com outros agentes, *insiders* primários, por sua proximidade com os negócios da sociedade,<sup>9</sup> o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, ou mais especificamente, o seu *caput*, impõe duas presunções: (i) a de que eles têm acesso às informações relevantes da companhia, antes de sua divulgação ao mercado, e (ii) a de que, quando negociam na presença de informação relevante ainda sigilosa, eles se utilizam dela em seus negócios, para obter vantagem.<sup>10</sup>

23. Logo, se determinado administrador de companhia aberta negociar valores mobiliários de sua emissão, ao tempo em que existam fatos não divulgados ao público capazes de influenciar as respectivas cotações, presume-se que sua atuação foi irregular, pois terá sido feita de posse da informação relevante sigilosa e com o objetivo de auferir lucros.

24. Essas presunções são, no entanto, relativas, *juris tantum*, e podem se desfazer em favor do administrador caso ele demonstre o contrário, provando que não tinha conhecimento da informação ou que sua decisão de negociar os valores mobiliários de emissão da companhia não decorreu da informação privilegiada de que tinha conhecimento e elucidando os motivos que o levaram a realizar a negociação questionada.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Outros *insiders* primários são, no teor do art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002, a própria companhia aberta, os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e membros de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária.

<sup>10</sup> Nos termos do voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, no julgamento do PAS CVM nº RJ2015/13561, em 20.02.2018, tratam-se, a primeira e a segunda, respectivamente, de uma presunção de acesso à informação e de uma presunção de uso da informação.

<sup>11</sup> A respeito dos elementos caracterizadores do *insider trading* e das presunções que a norma regulamentar da CVM estabeleceu, v., entre outros, os votos condutores do PAS CVM nº 17/2002, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. 25.10.2005; PAS CVM nº 04/2004, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 28.06.2006; PAS CVM nº RJ2015/2666, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 13.09.2016; PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 09.12.2015; PAS CVM nº RJ2014/3401, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j.



## 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

25. Dito isso, analisarei o mérito da Acusação por partes, seguindo a ordem dos elementos caracterizadores do *insider trading*, ou seja, avaliarei, primeiramente, se existiam na PDG informações relevantes sobre os seus negócios, ainda não divulgadas ao público, no período das negociações dos Acusados. Caso isso se confirme, passarei a verificar se os argumentos de defesa elidem as presunções (i) de que eles tinham conhecimento das informações quando negociaram e (ii) de que, nas negociações, houve por parte deles a efetiva utilização da informação, com o objetivo de obter vantagem indevida.

### III. DO MÉRITO

#### III.1. DA EXISTÊNCIA DE INFORMAÇÕES RELEVANTES E SIGILOSAS NAS DATAS DAS NEGOCIAÇÕES

##### III.1.1. DA EXISTÊNCIA DA INFORMAÇÃO SOBRE A REVISÃO DOS ORÇAMENTOS

26. A SEP defende que a informação sobre a revisão de orçamentos de R\$ 222 milhões, anunciada pela PDG em 04.04.2012 e imputada, em sua maior parte, a problemas com obras da Agre conduzidas por construtoras terceirizadas, já estava disponível desde janeiro de 2012, ou seja, antes de os Acusados realizarem suas operações com ações de emissão da Companhia. O termo de acusação considera que, mesmo que eles não soubessem do valor exato da revisão, já teriam ciência de sua necessidade, quando negociaram.

27. Como mencionado, sendo os Acusados administradores da Companhia, ou seja, *insiders* primários com acesso direto às suas informações, recai sobre eles, nos termos do *caput* do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, a presunção *juris tantum* de que, se negociaram na presença de fato relevante não divulgado ao público, o fizeram com conhecimento da informação privilegiada.

28. O dispositivo, porém, não permite presumir a existência da informação relevante sigilosa, que deve ser demonstrada pela Acusação para que as presunções nele contidas possam ser assumidas como válidas.<sup>12</sup>

29. Na ausência de prova direta, a SEP toma os seguintes fatos e documentos como sendo indícios que, em conjunto, comprovariam que em janeiro de 2012 já se tinha conhecimento, na PDG, da informação sobre a revisão de orçamentos anunciada no começo de abril:

---

05.12.2017; PAS CVM nº RJ2014/7352, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 18.01.2018; e PAS CVM nº RJ2015/13561, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 20.02.2018.

<sup>12</sup> Conforme claramente exposto por Antonio Dellepiane: “O que é uma presunção legal, seja *juris et de jure*, seja *juris tantum*? Não é outra coisa que a determinação legal pela qual se manda haver por estabelecido algum fato sempre que outro fato indicador do primeiro haja sido suficientemente comprovado.” (Nova teoria da prova. Trad. por Erico Maciel. Campinas: Minelli, 2004, p. 132) (Grifou-se)



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

- i) a divulgação, já em 02.01.2012, do VGV atingido no 4º trimestre de 2011 e em todo o ano de 2011 (fl. 147), o que indicaria que a Companhia controlava esses dados em tempo real e que não seria razoável que ela não realizasse um controle semelhante dos custos dos empreendimentos;
- ii) a resposta da PDG a pedido de esclarecimentos da SEP, onde ela informou, em 10.09.2012, que o seu sistema de controles internos possibilitava o acompanhamento diário dos orçamentos de obras (fls. 117-119);
- iii) e-mails enviados pelo auditor independente para executivos da Companhia, informando a existência de empreendimentos com o orçamento previsto totalmente gasto (fls. 80, 98-99); e
- iv) reunião convocada por conselheiro fiscal da PDG e realizada em 03.02.2012, entre dois dos Acusados e profissionais da empresa de auditoria independente Ernst & Young Terco (“E&Y”), que tratou do assunto reavaliação de custos de obras e ajustes em orçamentos (fls. 102-104).

30. Conforme reiteradas manifestações deste Colegiado,<sup>13</sup> o sistema jurídico brasileiro não estabeleceu uma hierarquia dos meios de prova, tendo todas elas o mesmo valor, entre elas a indiciária ou indireta, aquela formada por um conjunto de indícios. O indício, por sua vez, é definido pelo art. 239 do Código de Processo Penal como sendo “*a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias*”.

31. No entanto, a prova indiciária somente autoriza uma condenação “*quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar*”<sup>14</sup>. Esse conjunto de indícios deve, ademais, ser mais forte que outras hipóteses apresentadas pelo acusado, pois havendo contraindícios que permitam explicação mais fundamentada para os fatos sob escrutínio do julgador, impõe-se a sua absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência.<sup>15</sup>

<sup>13</sup> PAS CVM nº 08/2001, j. 23/09/04, PAS CVM nº 24/2000, j. 18/08/2005, PAS CVM nº 10/2008, j. 23/11/2010, PAS CVM nº 19/09, j. 07/06/2011, PAS CVM nº 13/09, j. 13/12/2011, PAS CVM nº 13/2005, j. 25/06/2012. PAS CVM nº 08/2001, j. 23/09/04, PAS CVM nº 24/2000, j. 18/08/2005, PAS CVM nº 10/2008, j. 23/11/2010, PAS CVM nº 19/09, j. 07/06/2011, PAS CVM nº 13/09, j. 13/12/2011, PAS CVM nº 13/2005, j. 25/06/2012.

<sup>14</sup> Voto proferido pela Diretora Norma Parente, no PAS CVM nº 24/2000, j. 18.08.2005.

<sup>15</sup> Nesse sentido, o voto do Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos no PAS CVM nº RJ2002/2405, j. 09.10.2003: “*As perplexidades e dificuldades que envolvem a aceitação de indícios como elementos suficientes a amparar uma condenação estão centradas no juízo de certeza que se exige para condenar e no princípio in dubio pro reo. Portanto, todo o esforço da doutrina e da jurisprudência que aceitam a condenação com base em indícios dirigiu-se para cercar a utilização de indícios da necessária segurança, como forma de conciliá-lo com o juízo de certeza e a presunção de inocência; e de se acautelar contra certos voluntarismos e evitar desvios de raciocínio.*” Na mesma linha, o voto da Diretora Relatora Norma Parente no PAS CVM nº RJ 06/1995, j. 05.05.2005: “*Os indícios possuem valor probatório suficiente para ensejar condenação. Exige-se, todavia, que tais indícios sejam convergentes e unívocos. A existência de contraindícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência.*”



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. Nesse ponto, observo que o presente processo guarda uma particularidade: no julgamento do PAS CVM nº RJ 2014/7352, em 18.01.2018, este Colegiado, decidindo sobre acusação de ausência de divulgação, pela PDG, no 2º e no 3º ITR de 2011, de incertezas quanto a orçamentos de obras, absolveu quatro dos aqui acusados por concluir que os mesmos elementos acima relacionados não faziam prova suficiente de que, por ocasião da publicação daqueles formulários, já se tinha ciência na Companhia da necessidade de se proceder a revisões orçamentárias significativas.

33. Naquele processo, os indícios, em sua maioria, eram temporalmente muito distantes dos fatos que, com eles, se queria provar, o que lhes retirou bastante de sua capacidade probante,<sup>16</sup> diferentemente do caso em apreço, em que são, quase todos, contemporâneos ao período em que os Acusados fizeram os negócios supostamente irregulares.

34. Em função dessa diferença e das demais provas juntadas a este processo, entendo que a conclusão a que se chegou no PAS CVM nº RJ2014/7352 não é motivo para que, de plano, se desconstituam aqueles indícios também em relação à presente Acusação, como arguíram os Acusados.

35. Aliás, por reconhecer que a prova indiciária somente se faz com um conjunto robusto de indícios, determinei à SPS, como já mencionado, a realização de diligências para coletar novos elementos de prova a respeito do momento em que os Acusados tiveram ciência da revisão no orçamento de obras conduzidas por construtoras terceirizadas.<sup>17</sup>

36. Dessa forma, em acréscimo aos elementos apontados pelo termo de acusação, considerarei também, para decidir a questão, os seguintes documentos encontrados nas diligências da SPS (fls. 878-1.010):

- i) relatório emitido pela E&Y, informando que no empreendimento Domo Business teria havido um aumento no orçamento de R\$21.967.260,17 em 2011(fl. 971);
- ii) e-mail de 02.12.2011, informando a gerente da Agre que obras de uma construtora terceirizada teriam um desvio no custo de cerca de R\$35 milhões de reais (fl. 938);

<sup>16</sup> Nos termos do voto do Diretor Relator Pablo Renteria, “[p]ara fazer prova da disponibilidade dessa informação muitos meses antes de sua divulgação ao mercado, a SEP apresentou os indícios anteriormente analisados, que, não obstante, tomados individualmente ou em conjunto, não me convenceram da procedência da premissa adotada pela área técnica. Na medida em que não se comprovou essa premissa fundamental, a de que a Companhia já dispunha da informação sobre a necessidade de revisão de orçamentos de obras por ocasião da publicação dos Formulários ITR referentes ao 2º e 3º trimestres de 2011, cai por terra o restante da tese acusatória, de que esta divulgação seria obrigatória e de que os Acusados seriam responsáveis por ela.”

<sup>17</sup> Para reforçar a necessidade de uma sólida comprovação prévia por parte da Acusação, em casos de *insider trading*, da existência da informação relevante, acrescento que, como Relator do PAS CVM nº RJ2014/3401, julgado em 05.12.2017, já tive a incumbência de decidir sobre a consistência de indícios que supostamente comprovariam essa existência, em datas em que *insiders* primários de determinada companhia negociaram ações de sua emissão no mercado. Na ocasião, concluí que “os elementos contrários à tese acusatória trazidos pelas defesas, confrontados com os indícios trazidos pelo termo de acusação, [conferiam] um elevado grau de certeza sobre a inexistência da referida informação”, tendo votado pela improcedência da Acusação, no que fui seguido pelo restante do Colegiado.



#### 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

- iii) e-mails trocados em 2011 entre o supracitado gerente de obras e outros profissionais da PDG, relatando a realização de reuniões mensais com empresa de consultoria gerencial, com discussões sobre orçamentos de obras (fls. 985 a 991); e
- iv) apresentação da E&Y datada de 07.12.2011, anexada a e-mail do auditor sênior responsável pela Agre para a sua equipe, contendo informação sobre complemento de custos relativo ao 3º trimestre de 2011, com valor idêntico ao da revisão de orçamentos de obras divulgada pela PDG em 04.04.2012 (fl. 947-v).

#### III.1.1.1. DOS INDÍCIOS APONTADOS PELO TERMO DE ACUSAÇÃO

37. Nas defesas ao termo de acusação, os Acusados alegam que a revisão de orçamentos anunciada em abril de 2012 somente teria sido identificada nas últimas semanas de março daquele ano, quando a E&Y teria conseguido finalizar os trabalhos de auditoria em obras e de levantamento dos números da Agre, que conduzia muitas obras por meio de construtoras terceirizadas, com diferentes metodologias de apuração de custos.

38. A demora em levantar as informações da controlada teria sido causada por problemas na implantação do sistema SAP, cujo início da entrada de dados, o chamado *go live*, teria se dado em dezembro de 2011 e se arrastado durante os três primeiros meses de 2012, sem que houvesse qualquer informação quanto a um possível impacto no resultado da PDG, que somente teria sido identificado nas visitas das equipes de auditoria às obras da Agre.

39. As visitas dos auditores às obras poderiam ser atestadas por e-mails presentes nos autos, o primeiro deles datado de 05.03.2012, em que eles propõem à PDG uma “*pauta para a Agre*”, da qual constava o item “*revisão orçamentária*” (fl. 84), e o segundo, datado de 08.03.2012, programando a visita a dez empreendimentos da Agre a partir de 10.03.2012, para “*constatação do estágio da obra*” (fl. 87).

40. Nesse último e-mail também estaria consignado que deveria ser feita a “*atualização das informações para ‘rodar’ a apropriação imobiliária*”, pois o sistema da Agre estaria utilizando informações de setembro de 2011.

41. Os Acusados também apontam, na mesma direção, o e-mail da E&Y à PDG, datado de 30.03.2012, informando que somente receberam o primeiro relatório sobre a Agre em 21.03.2012 e o primeiro consolidado preliminar em 26.03.2012 (fl. 757). Segundo os Acusados, esse atraso teria feito com que as demonstrações financeiras auditadas da PDG somente tivessem sido divulgadas em 05.04.2012.

42. Para reforçar a informação sobre os problemas enfrentados com o sistema de custos e orçamentos da Agre, que teriam causado o atraso e a identificação tardia dos desvios nos orçamentos de suas obras, os Acusados apontam duas correspondências enviadas à SEP por administrações posteriores da PDG, a primeira em 28.03.2013 (fls. 644-647) e a segunda em 17.03.2014 (fls. 358-359).



#### 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

43. Nessas correspondências, a Companhia relata que incorporadoras que integravam a Agre, em especial a Klabin Segall e a Abyara, tinham como estratégia a contratação de construtoras terceirizadas e que estas possuíam diferentes sistemas de controles de custo. Com isso, quando foi implementado na Agre o sistema SAP, a partir de novembro de 2011, teriam ocorrido vários problemas operacionais e de revisão de custos de obras, e somente na data limite de divulgação das demonstrações financeiras da PDG de 31.12.2011 foram consolidados os números.

44. A PDG também informou que a integração do processo de elaboração de orçamentos somente teria se completado no segundo semestre de 2012 e que antes eles eram feitos individualmente, pois as empresas atuavam independentemente e preparavam seus orçamentos com critérios não uniformes. De acordo com a correspondência de 2013 (fl. 646), *“as demonstrações anteriores a 2012 foram elaboradas da melhor maneira possível, (...) dentro do que era possível obter, com os recursos, informações e experiência então existentes.”*

45. Asseveram, assim, os Acusados, que somente após os trabalhos de auditoria realizados no fim de março de 2012 é que teria se tomado conhecimento da materialidade da revisão dos orçamentos das obras terceirizadas da Agre, e que esta revisão teria sido de caráter extraordinário.

46. Alegam, por outro lado, que muitos dos supostos indícios relacionados pelo termo de acusação nada mais retratariam do que revisões de orçamentos feitas ordinariamente em empresas de incorporação de imóveis. Nessa direção, defendem que os e-mails apontados pela SEP, trocados entre profissionais da Companhia e auditores independentes no ano de 2011, se referiam a revisões de orçamentos ordinárias e usuais, sem qualquer relação com aquela divulgada em abril de 2012.

47. Da mesma forma, alegam que seriam rotineiras as discussões sobre orçamentos de obras nas reuniões que aconteciam entre profissionais do grupo e empresa de consultoria gerencial, retratadas nos e-mails de 2011 anexados aos autos pela SPS (fls. 985 a 991). Sobre isso, José Grabowsky declarou que, apesar de mensais, as reuniões tratavam de assuntos abrangentes, sem discussões aprofundadas sobre orçamentos de obras.

48. De fato, não há como deixar de reconhecer que levantamento e controle de custos, bem como revisões de orçamentos, fazem parte do dia a dia das empresas dos ramos da construção civil e incorporação imobiliária, e assim não deixaria de ser em sociedades do porte da PDG e de suas controladas, e, certamente, também nas construtoras para as quais elas terceirizavam obras. Aponte-se, inclusive, que o setor reconhece parte significativa de suas receitas com base no método POC (*percentage of completion*), ou seja, na proporção dos custos incorridos em relação aos custos totais orçados, sendo, portanto, o levantamento de custos e orçamentos, ponto fulcral de sua atividade.

49. As próprias notas explicativas que acompanharam as demonstrações financeiras da PDG de 31.12.2011, assim explicitaram, em seu item 2.10 – Julgamentos, estimativas e



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

premissas contábeis significativas – que em sua alínea “g” – Orçamento de obras– diz que “[o]s custos orçados totais, compostos pelos custos incorridos e custos previstos a incorrer para o encerramento das obras, são regularmente revisados, conforme a evolução das obras, e os ajustes com base nesta revisão são refletidos nos resultados da Companhia de acordo com o método contábil utilizado.”

50. Dou razão aos Acusados, portanto, quando afirmam que o fato de quase sempre haver alguma revisão de orçamentos a ser reconhecida em uma incorporadora ou construtora não torna essa revisão, por si só, relevante. Como consequência, a mera ciência, na Companhia, da necessidade de se proceder a uma revisão de orçamentos, não impede seus administradores de negociarem com papéis de sua emissão. Somente haverá tal vedação caso a revisão de orçamentos seja quantificada e atingir tal monta que a sua divulgação ao público for capaz de influenciar a cotação dos papéis.

51. O termo de acusação, porém, não conseguiu demonstrar suficientemente que entre janeiro e março de 2012 já havia sido identificada, na PDG, a revisão de orçamentos de R\$ 222 milhões anunciada no começo de abril daquele ano ou mesmo que estava pendente qualquer outra revisão dotada do grau de relevância exigido para disparar a vedação de negociação.

52. De fato, considero que as mensagens trocadas entre profissionais da Companhia e de suas controladas, auditores e consultores, sem menção expressa a projetos específicos e valores, apenas refletem o fato de que custos e orçamentos eram apurados e revisados ordinariamente, mas não servem, como entendeu a SEP, como indícios aptos a comprovar que em janeiro de 2012 se tinha conhecimento de que uma revisão significativa de orçamentos precisava ser reconhecida.

53. Do mesmo modo, a afirmação dos auditores independentes, presente em alguns dos e-mails de 2011, de que em um determinado número de obras todo o orçamento teria sido consumido, sem nenhuma outra informação sobre os valores a serem complementados ou sobre a identificação das obras e da construtora responsável, não tem a concretude necessária para indicar que já se sabia, naquele ano ou mesmo em janeiro de 2012, da magnitude do montante que seria, posteriormente, contabilizado como revisão de orçamentos de obras terceirizadas pela Agre.

54. A SEP também considerou o fato de a PDG ter divulgado, em 02.01.2012, o volume de lançamentos e de vendas alcançado em 2011, e a correspondência enviada por ela em 10.09.2012, referenciada na alínea (ii) do item 29 supra, como provas de que, à época dos fatos, haveria na Companhia “o acompanhamento diário dos orçamentos de obra versus sua realização” e que seus diretores “tinham acesso diário aos custos realizados” e não poderiam desconhecer, já em 2011, a necessidade de realizar o ajuste nos orçamentos (fls. 403-404).

55. Não obstante ser claro, para mim, que estouros de orçamento podem impactar a capacidade de lançamentos de uma incorporadora, por implicarem em saídas imprevistas de caixa, concordo, contudo, com a alegação das defesas de que o levantamento, já em 02.01.2012,



### 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

do volume de lançamentos e de vendas obtido pela PDG em 2011, não prova que os procedimentos de apuração de orçamento e de custos de obras eram também realizados com a mesma facilidade, pois a primeira informação é gerencial e pode ser obtida por meio de ferramentas bem mais simples que as exigidas para a segunda atividade.<sup>18</sup>

56. Da mesma forma, a correspondência enviada à SEP em 10.09.2012 tampouco pode ser tomada como prova, ou mesmo indício, de que em 2011 haveria na PDG um controle preciso dos custos incorridos em todas as suas obras, próprias ou terceirizadas, que permitisse aos diretores da Companhia conhecer em tempo real os eventuais desvios e necessidades de revisão de orçamentos, como presumo ter entendido a área técnica.

57. Com efeito, há nos autos informações da E&Y a respeito dos controles internos da PDG, atestando que ela e suas controladas, no exercício de 2011, ainda utilizavam controles manuais de consolidação (fls. 64, 71). Na mesma direção, as retromencionadas correspondências da Companhia, enviadas à SEP em 2013 e 2014, quando ela estava sob outra administração, relatando que a integração de seu sistema de custos e orçamentos de obras, em especial no que concernia à Agre, somente terminou de ser implementada no segundo semestre de 2012.

58. Tudo isso me convenceu que a correspondência de setembro de 2012 somente pode atestar a situação existente na PDG na data de sua emissão, não servindo para comprovar a situação existente em 2011 nem prestando como indício de que, entre janeiro e março de 2012, a Companhia já dispunha da informação divulgada em 04.04.2012.<sup>19</sup>

59. Digo mais, mesmo que houvesse prova nos autos de que a PDG dispunha de um sistema preciso e completo de acompanhamento dos custos de todas as suas obras, ao tempo em que os Acusados fizeram seus negócios, isto não eximiria a SEP de, antes de acusá-los, comprovar que naquele período já havia sido identificado em alguma construtora do grupo um desvio relevante de orçamento, ainda pendente de ser divulgado, mesmo que ainda não consolidado nas demonstrações financeiras da Companhia.

60. Por fim, a SEP também considerou, como indício de conhecimento prévio, na PDG, da necessidade de uma revisão relevante de orçamentos, a reunião realizada em 03.02.2012, onde foram abordados os temas custos e orçamentos, entre outros, e de que participaram um conselheiro fiscal da Companhia, o auditor sênior e o sócio da E&Y, responsáveis pela auditora

<sup>18</sup> No julgamento do PAS CVM nº RJ2014/7352, o Colegiado acompanhou entendimento idêntico do Diretor Relator Pablo Renteria.

<sup>19</sup> No julgamento do PAS CVM nº RJ2014/7352, em 18.01.2018, o Diretor Relator Pablo Renteria também apreciou essa questão, tendo observado que “a Companhia havia, posteriormente, informado à área técnica que a integração de seus sistemas de orçamento de obras somente foi concluída no segundo semestre de 2012, quanto os auditores independentes atestaram a presença, em 2011 e 2012, de deficiências de controles internos, relacionadas a apuração de custos de obras”, elementos que o levaram a não “considerar a resposta da PDG utilizada pela SEP, por si só, como prova de que a PDG, na data da publicação dos ITR referentes ao 2º e 3º trimestres de 2011, conseguia fazer um acompanhamento diário dos custos de suas obras, nem como indício concludente de que havia naquelas datas a disponibilidade da informação divulgada em 4.4.2012.”



#### 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

da PDG, os acusados Cauê Cardoso e João Mallet, e M.A., *controller* da Companhia e subordinada ao último, onde foram abordados os temas custos e orçamentos, entre outros.

61. Para as defesas, essa reunião também estaria dentro da rotina de discussões internas sobre custos e orçamentos na Companhia. Entendo, porém, ser a sua realização um sinal de que naquele momento havia, dentro da Companhia, uma preocupação além da rotineira com o assunto revisão de custos e orçamentos. Com efeito, tenho que se o conselheiro fiscal sentiu necessidade de, pessoalmente, convocar administradores e auditores para tratar de revisão de orçamentos e de obras com custos subestimados, deve tê-lo feito por que aqueles assuntos lhe deviam preocupar, naquela data, de forma extraordinária, e não corriqueira.

62. Porém, dentro do conjunto de elementos trazidos pelo termo de acusação e em linha com o exposto anteriormente a respeito dos critérios de aceitação da prova indiciária, concluo que esse indício, sozinho, não consegue fazer prova de que na época das negociações dos Acusados já se tinha, na PDG, informações concretas sobre alguma revisão de orçamentos relevante e ainda não divulgada.

63. Restaria incólume, portanto, a versão apresentada pelos Acusados de que a revisão de orçamentos de R\$ 222 milhões divulgada pela PDG em 04.04.2012 teria sido identificada nas visitas das equipes de auditoria às obras da Agre, no fim de março daquele ano.

#### *III.1.1.2. DOS INDÍCIOS APONTADOS PELAS DILIGÊNCIAS DA SPS*

64. As diligências procedidas pela SPS, contudo, acrescentaram novos elementos de prova ao processo, na forma de documentos que, a princípio, indicam que no fim de 2011 já teriam sido identificados desvios relevantes em orçamentos de obras conduzidas pela Agre ou por construtoras terceirizadas, capazes de disparar aos administradores da PDG a vedação de negociação inserta no art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76 e no *caput* do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

65. O primeiro documento juntado pela SPS foi obtido na inspeção que realizou na E&Y e indicaria que o empreendimento Domo Business, conduzido pela Agre, estaria com um aumento no orçamento de R\$ 21.967.260,17 em 13.12.2011 (fl. 955-984). As defesas mostraram, porém, que apenas uma parcela de R\$ 3 milhões desse aumento era referente ao exercício de 2011 e que a maior parte do acréscimo no orçamento apontado pela SPS devia-se a aditivo contratual datado de 2010 (fl. 960-v).

66. O segundo documento veio da inspeção na sede da PDG em São Paulo e contém informações sobre obras conduzidas por construtora terceirizada da Agre e que apresentavam, em dezembro de 2011, aumentos de custos em relação aos orçamentos originais (fl. 938).

67. Trata-se de e-mail datado de 02.12.2011, no qual uma profissional da área de planejamento e orçamento da construtora B. N. envia ao gerente de planejamento e controle de obras da Agre (assim qualificado no e-mail de fl. 87 e documento de fl. 988) uma relação de 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

obras com os respectivos desvios dos custos projetados em relação aos orçamentos previstos, desvios esses que totalizavam um montante de R\$ 35 milhões de reais.

68. A defesa de José Grabowsky alega que o contrato firmado com a construtora B. N. garantiria que, caso houvesse um acréscimo no custo das obras, a PDG aumentaria sua participação, em detrimento da participação da construtora, e que as diferenças de custos podem ter sido calculadas em relação ao valor original, como no caso anterior, do Domo Business. Acrescentou que, a partir da constatação de que seis ou sete empreendimentos exigiriam algum tipo de acréscimo no orçamento, não seria cabível concluir que todos os demais estariam em situação semelhante. O Acusado, porém, não apresentou provas documentais que suportassem seus argumentos.

69. O que se tem, portanto, é que, não somente o valor total dos desvios apontados no e-mail é significativo, como as outras informações presentes no documento – obras da Agre conduzidas por construtora terceirizada – condizem com aquelas divulgadas na apresentação dos resultados do exercício de 2011, em 04.04.2012, como sendo a principal origem da revisão relevante de orçamentos reconhecida pela PDG.

70. Embora não haja nos autos informações a respeito de como os desvios de orçamentos identificados na construtora B.N foram reconhecidos nas demonstrações financeiras da PDG, o e-mail em que eles estão registrados é, sem dúvida, um indício consistente de que, em dezembro de 2011, já se tinha, dentro de construtoras do grupo, informações sólidas sobre estouros relevantes em orçamentos de obras da Agre, conduzidas por construtoras terceirizadas.

71. Nesse ponto, quero ressaltar meu entendimento de que o fato relevante que acionaria a vedação de negociação ao *insider* primário da PDG não é a evidenciação, nas suas demonstrações financeiras, de uma revisão de orçamento relevante, mas a prévia ciência, na Companhia, de que em alguma de suas construtoras foi identificado e quantificado um desvio relevante em orçamentos de obras, desvio esse que, cedo ou tarde, impactaria seus resultados e seria evidenciado nas demonstrações.

72. Por fim, outro documento obtido na inspeção realizada na E&Y foi considerado pela SPS como um *“forte indício de que, no início de dezembro de 2012, já se tinha plena ciência da revisão orçamentária maior que R\$ 220 milhões, e que o tema era devidamente discutido entre a auditoria externa e diretores da companhia.”*

73. Trata-se de apresentação elaborada pela E&Y e intitulada *“Agre Empreendimentos Imobiliários S/A – Reunião 07 de dezembro de 2011 – Assuntos para discussão”* (fls. 947-950), que estava anexada a um e-mail enviado pelo auditor sênior responsável pela Agre na E&Y para outro profissional da empresa de auditoria (fl. 946), em 17.01.2012, marcando para o dia seguinte, 18.01.2012, uma reunião com M. A., *controller* da PDG, subordinada ao diretor financeiro João Mallet.



### 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

74. Uma das páginas da apresentação de 07.12.2011, reproduzida abaixo, relaciona, entre esses pontos de auditoria, a “*Gestão de orçamentos - complementos frequentes*”, consignando, como valor envolvido, a quantia de R\$ 222 milhões, referente ao 3º trimestre de 2011 (fl. 947-v).

<b>Pontos de auditoria</b> <i>Principais assuntos</i>			
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. 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 - <u>Go Live</u>	-	Resultado do “projeto conciliação” Carga de dados – consistência O que é SAP e o que está fora? 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) 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	<u>Goodwill</u>	-	A maioria possui vida útil definida Principal valor se refere a <u>Setin</u> – aproximadamente MR\$ 38 Estudos para amortização não estão formalizados (mas precisam estar)

75. A explicação consignada na apresentação para o valor de R\$ 222 milhões é que “[d]esde o 4º trimestre de 2010 o Grupo Agre vem identificando complementos de custo orçado para os projetos em andamento” e que “[n]o 3º trimestre de 2011 foi realizado um complemento relevante e na maioria dos casos se tratava de empreendimentos a serem entregues no curto prazo.”

76. Assiste razão à SPS, quando considera o documento da E&Y um forte indício de que a revisão de orçamentos anunciada pela PDG em abril de 2012 já seria discutida em dezembro de 2011, pois, não apenas o valor do complemento de custo orçado nele registrado é idêntico ao divulgado com as demonstrações financeiras de 31.12.2011, como ele estaria reputado a obras conduzidas pela Agre. Observe-se, também, que o documento cita a concentração de ajustes em obras oriundas da KS, que, sem dúvida, trata-se da Klabin Segall, incorporadora pertencente à Agre que tinha como estratégia, conforme já mencionado, a contratação de construtoras terceirizadas.

77. Em suas manifestações, os Acusados apresentam argumentos de duas ordens, na tentativa de desvincular o complemento de custo evidenciado na apresentação da E&Y de 07.12.2011 da revisão de orçamentos de mesmo valor, divulgada pela PDG 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

78. Por um lado, alegam que o complemento de R\$ 222 milhões constante da apresentação da E&Y seria relativo ao 3º trimestre de 2011 e havia sido reconhecido pela PDG no 3º ITR daquele exercício. Acrescentam que esta apresentação, em especial a informação sobre o complemento de custo orçado, não chegou ao conhecimento da Companhia, por não ter sido levada à reunião de 18.01.2012, e que documentos e e-mails referentes a esta reunião evidenciariam que, naquela data, a apuração da revisão de orçamentos ainda estava pendente.

79. Por outro lado, reiteram o que haviam afirmado nas defesas ao termo de acusação, ou seja, que a revisão de orçamentos de mesmo valor, divulgada em 04.04.2012, teria sido levantada pela E&Y em março de 2012 e se referia ao 4º trimestre do exercício anterior, acrescentando que, além dos e-mails já referidos nas defesas, as planilhas de visitas às obras, anexadas aos autos pela SPS, também confirmariam a execução dos trabalhos de auditoria no fim de março de 2012. Acrescentam que essa revisão dizia respeito a toda PDG e não somente à Agre, como na apresentação de 07.12.2011.

80. Na linha da primeira justificativa, José Grabowski, em sua manifestação, argumenta que a redação da apresentação da E&Y, indicaria que o valor de R\$ 222 milhões nela referenciado era oriundo de custos já incorridos nas obras da Agre e que ultrapassaram os custos orçados, enquanto que a revisão de mesmo valor, divulgada pela PDG em abril de 2012, adviria de uma revisão de orçamentos de obras, ou seja, de custos ainda a incorrer. Os valores seriam, assim, de naturezas distintas, apesar de iguais em termos absolutos.

81. Contudo, da leitura dos comentários feitos pelo próprio José Grabowski na apresentação que fez dos resultados da PDG de 2011, em 04.04.2012, quando foi divulgada ao mercado a revisão de orçamentos (fl. 140), não consegui perceber a diferença que ele alega haver entre a justificativa que, naquela data, ele deu à revisão de R\$ 222 milhões, e a explicação trazida na apresentação da E&Y para a complementação de custos de idêntico valor, anexada aos autos pela SPS,

82. Com efeito, em 04.04.2012, José Grabowski afirmou 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,”* e na apresentação da E&Y, de 07.12.2011, para o assunto *“Gestão de orçamentos – complementos frequentes”*, se diz que a Agre vinha *“identificando complementos de custo orçado para os projetos em andamento”*.

83. Ambos os casos, na minha leitura, referem-se a aumento em orçamentos de obras, em relação aos custos anteriormente orçados, não se sustentando, dessa forma, o argumento de que os valores, apesar de idênticos, teriam justificativas diferentes.

84. Outros Acusados também se utilizam da forma pretérita em que foi redigida a apresentação da E&Y para alegar que tanto o complemento de custos ali representado quanto o reconhecimento de seu impacto nos resultados da Companhia foram feitos no 3º trimestre de 2011. Para isso, apontam que esse trimestre figurava no documento como período de referência



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

do “*valor envolvido*” e que o texto dizia que “*foi realizado um complemento relevante*” de custos, ou seja, o ajuste seria relativo a um período passado, não podendo guardar relação com a revisão divulgada em 04.04.2012, referente ao semestre seguinte.

85. Para reforçar a alegação de que a apresentação cuidava de valores já absorvidos no 3º trimestre de 2011, João Mallet, em sua manifestação, apresenta e-mail que recebeu da E&Y em 04.11.2011, anteriormente à data da apresentação, contendo um documento anexo que relacionava, relativamente à Agre, alguns “*assuntos para discussão referente ao 3º tri/2011*” e trazia, também, algumas “*pendências do cliente*” (fls. 1.097-1.100).

86. Entre as pendências relativas a empreendimentos em andamento do Grupo Agre, estava “*a revisão do custo orçado e conclusão da contabilidade para os efeitos*”, tendo sido comentado, quanto a isso, que naquele trimestre teria sido feito um complemento de R\$ 146 milhões e uma redução de cerca de R\$ 80 milhões.

87. Para João Mallet, esses números significariam um re-orçamento de R\$ 226 milhões, pois em auditoria se consideraria a soma, em valor absoluto, da variação positiva e negativa apurada em relação ao orçamento do período anterior. Logo, o valor seria uma estimativa que, depois de refinada, teria levado ao montante de R\$ 222 milhões constante da posterior apresentação obtida pela SPS.

88. Acrescenta que, com o reconhecimento pela administração da Companhia e pelos auditores, em 04.11.2011, data do documento, de um re-orçamento dessa magnitude, a sua eventual não absorção no 3º ITR, protocolado na CVM em 13.11.2011, acarretaria a emissão de um parecer de auditoria com ressalva, adverso ou mesmo com abstenção de opinião, o que não ocorreu.

89. Essas diferentes tentativas de demonstrar que o complemento de custo de R\$ 222 milhões apontado na apresentação da E&Y teria sido reconhecido pela PDG no 3º trimestre de 2011 esbarram, porém, em um fato: nas demonstrações financeiras que acompanharam o 3º ITR da Companhia e nas respectivas notas explicativas não há qualquer menção ou registro do reconhecimento de uma revisão de orçamentos daquela monta.

90. Mais do que isso, ao apurar os fatos discutidos no presente processo, a SEP solicitou aos Acusados que se manifestassem sobre o fato de que “*as informações financeiras referentes aos trimestres findos em 31.03.2011, 30.06.2011 e 30.09.2011 não fizeram menção à necessidade da realização de ajustes em orçamentos de empreendimentos da Companhia*”, tendo três deles, José Grabowski (fls. 130-131, 134-136), Michel Wurman (fls. 132-133, 137-139) e João Mallet (fls. 253-254, 291-293) afirmado que durante aqueles trimestres “*não houve ajustes de orçamento que impactassem de forma relevante as demonstrações financeiras da Companhia, motivo pelo qual não foram objeto de destaque em divulgação ao mercado.*”

91. Ademais, tivesse a Companhia identificado a necessidade de ajustes de tal relevância, deveria ter divulgado, no 3º ITR de 2011, as consequentes mudanças de estimativas



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

contábeis, em observância ao disposto nos itens 39<sup>20</sup> do Pronunciamento Técnico CPC 23 e 125<sup>21</sup> do Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1), aprovados, respectivamente, por meio das Deliberações CVM nº 592/09 e 676/11.

92. Esta necessidade está reconhecida, inclusive, no supramencionado documento anexado por João Mallet, datado de 04.11.2011, do qual consta que o auditor, ao analisar, entre as pendências relativas a empreendimentos em andamento do Grupo Agre, “*a revisão do custo orçado e conclusão da contabilidade para os efeitos*”, comentou, a respeito do complemento de R\$ 146 milhões e da redução de cerca de R\$ 80 milhões, que “*a explicação dos ajustes ainda será formalizada pelo cliente para a nossa análise, contudo a análise por parte deles remete a mudança de estimativa*” (fl. 1.100) grifou-se.

93. Foi justamente pelo fato de a Companhia não ter divulgado, nos 2º e 3º ITR de 2011, mudanças de estimativas causadas pela revisão de orçamentos anunciada em 04.04.2012, que alguns dos Acusados responderam ao PAS CVM nº RJ2014/7352, julgado em 18.01.2018, no qual foram absolvidos por não restar demonstrado que a informação sobre a revisão orçamentária estivesse disponível na data de entrega dos formulários. De fato, no curso desse processo, as defesas alegaram que não havia justa causa para as mudanças de estimativas, tendo Michel Wurman e Frederico Cunha, por exemplo, alegado na ocasião que “[o] *que ocorreu em 2012 foi a necessidade de rever os orçamentos em maior intensidade, a ponto de impactar o resultado da Companhia, e essa necessidade de revisão somente foi identificada no processo de implementação do SAP na Agre bem como na finalização das demonstrações financeiras, ou seja, muito depois dos 2º e 3º ITR de 2011*”.<sup>22</sup>

94. Constatou-se, assim, que os Acusados, ao se manifestarem no sentido de que o complemento de custo orçado apontado na apresentação da E&Y se referia e teria sido reconhecido no 3º trimestre de 2011, contradizem-se com as alegações prévias dadas por eles à SEP, no curso da fase investigativa do presente processo, bem como com os argumentos que apresentaram no curso do PAS CVM nº RJ2014/7352. Em ambas as ocasiões, eles asseveraram que não havia ajustes de orçamento relevantes por ocasião da elaboração e entrega do 3º ITR de 2011 da PDG.

95. A explicação apresentada por eles não encontra respaldo, também, no próprio 3º ITR de 2011, cujas demonstrações financeiras e respectivas notas explicativas não registram nem mencionam o alegado ajuste de custos identificado no documento da E&Y.

<sup>20</sup> 39. A entidade deve divulgar a natureza e o montante de mudança na estimativa contábil que tenha efeito no período corrente ou se espera que tenha efeito em períodos subsequentes, salvo quando a divulgação do efeito de períodos subsequentes for impraticável.

<sup>21</sup> 125. A entidade deve divulgar, nas notas explicativas, informação acerca dos pressupostos relativos ao futuro e outras fontes principais de incerteza nas estimativas ao término do período de reporte que possuam risco significativo de provocar ajuste material nos valores contábeis de ativos e passivos ao longo do próximo exercício social. Com respeito a esses ativos e passivos, as notas explicativas devem incluir detalhes elucidativos acerca: (a) da sua natureza; e (b) do seu valor contábil ao término do período de reporte.

<sup>22</sup> Conforme itens 84 e 85 do relatório que acompanhou o voto condutor do Diretor Relato Pablo Renteria, no PAS CVM nº RJ2014/7352, transcrevendo, por sua vez, a fl. 629 desse processo.



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

96. Assim, apesar de o complemento de custo de R\$ 222 milhões estar referenciado na apresentação da E&Y de 07.12.2011 como relativo ao terceiro trimestre de 2011, não há qualquer evidência de que ele já havia sido, naquela data, reconhecido pela PDG em seu 3º ITR. O que se conclui, portanto, é que não obstante identificado, o referido montante ainda estava, naquela data, pendente de reconhecimento no 4º ITR da Companhia.

97. Também não me convence a alegação dos Acusados de que a informação sobre o complemento de custo orçado da Agre, apontado em dezembro pelos auditores, não teria chegado ao conhecimento da PDG.

98. Defendem, primeiramente, que se tratava de um documento interno da E&Y, que teria circulado apenas no âmbito da empresa de auditoria. Entendo, porém, que apuração de custos e orçamentos é tarefa realizada pela própria Companhia, ou, para ser mais exato, pela construtora que estiver conduzindo cada obra e não pelos auditores. São exemplos a lista de ajustes relacionada no e-mail de fl. 938 e o documento da E&Y anexado por João Mallet (fl. 1.100), onde se diz que o valor da revisão de orçamentos ali relatada foi conseguido em reunião e que a explicação dos ajustes ainda seria formalizada pelo cliente. Assim, o complemento de custo registrado na apresentação de 07.12.2011 não foi gerado pela empresa de auditoria, tendo sido, certamente, fornecido a ela pela auditada.

99. Alegam, em seguida, na mesma linha de defesa, que a informação específica sobre o complemento de custos de R\$ 222 milhões não constava da apresentação preparada pela E&Y para a reunião de 18.01.2012, realizada entre a Companhia e a empresa de auditoria (fls. 952-954).

100. Observo, porém, que a segunda página dessa apresentação registra a agenda da reunião, trazendo como primeiro item “Pontos de auditoria – Assuntos discutidos em 07/12/2011 – Feedback da Administração”, item este discriminado na página seguinte onde consta como primeiro ponto de discussão “Gestão dos orçamentos – complementos frequentes” (fls. 952-953).

101. Logo, resta claro que, apesar de não se fazer menção expressa ao valor de R\$ 222 milhões, o complemento de custo presente na apresentação do mês anterior foi discutido na reunião de 18.01.2012, tratando-se, portanto, de informação disponibilizada para a alta administração da PDG, por meio de sua *controller* M. A., subordinada ao diretor financeiro João Mallet.

102. A apresentação de 07.12.2011 indicaria, inclusive, que as informações nela contidas teriam sido discutidas com a PDG em reunião já naquela data, mas a ausência nos autos de outros elementos sobre a efetiva realização dessa reunião e sobre seus eventuais participantes faz com que eu considere, conservadoramente, a reunião de 18.01.2012 como a data em que ela foi levada ao conhecimento 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

103. Os Acusados também alegam que em 18.01.2012 as revisões de orçamentos ainda estariam pendentes, conforme provariam tanto a expressão “*on hold*”, constante da sétima página da apresentação que a instruiu, como a ausência de previsão de data para o fechamento das demonstrações financeiras da Companhia, na página nove (fls. 953-954). O complemento de custos apontado em 07.12.2011, portanto, não estaria valendo em janeiro de 2012, período em que a revisão de orçamentos estaria ainda a ser apurada.

104. Aduzem, na mesma direção, que na versão completa da apresentação, enviada à E&Y por e-mail pela PDG em 24.01.2012 (fl. 951-v), consta como data para a revisão de orçamentos e inspeção física de obras a data de 20.02 e para o fechamento das demonstrações financeiras da Agre a data 20.03, estando o envio delas para a PDG previsto para 23.03. Reportam-se, também, ao e-mail enviado à PDG pela E&Y em 30.03.2012, informando que o primeiro relatório sobre a Agre lhe foi entregue em 21.03.2012, data em que, para os Acusados, a informação sobre a revisão de orçamentos teria sido conhecida (fls. 940, 757, 1.136).

105. Nenhuma dessas informações, no entanto, relativas ao trabalho de fechamento do 4º ITR de 2011 da PDG e, concomitantemente, de fechamento das demonstrações financeiras de 31.12.2011, elide o fato de que se tinha conhecimento, à época, de um complemento de custo relevante pendente de ser levado às demonstrações financeiras da Companhia.

106. Evidentemente, para aqueles fechamentos, outras confrontações de custos e orçamentos deveriam ser verificadas pela Companhia e suas controladas e novas inspeções físicas em obras deveriam ser programadas, de modo a que os auditores colhessem evidências para a emissão do parecer de auditoria sobre as demonstrações financeiras de 31.12.2011. Daí que certamente existiriam revisões de orçamentos pendentes, mas o complemento de custo já materializado continuava lá, a espera de sua consolidação.

107. Os Acusados não conseguiram demonstrar, portanto, que o complemento de custo orçado no valor de R\$ 222 milhões, apontado pelos auditores em 07.12.2011, já havia sido reconhecido no 3º ITR da PDG e tampouco que ele não teria sido objeto de discussão entre a PDG e os auditores, em 18.01.2012.

108. Embora não se tenha nos autos a informação sobre quem foram todos os participantes da reunião de 18.01.2012 e se algum dos Acusados esteve entre eles, a presença da *controller* M.A., diretamente subordinada ao diretor financeiro João Mallet e partícipe de todas as discussões aqui documentadas sobre o fechamento dos ITRs e das demonstrações financeiras de 31.12.2011 (fls. 80-101, 951), faz prova de que a informação relevante ali discutida – complemento relevante de custo na Agre – foi levada, naquela data, ao conhecimento da PDG.

109. Passo a analisar agora a alegação de que a revisão de orçamentos divulgada em abril de 2012 teria sido levantada apenas no fechamento das demonstrações financeiras de 31.12.2011, após as visitas realizadas pela E&Y a obras da Agre em março daquele ano, e, portanto, não guardaria qualquer relação com o complemento de custo de valor idêntico identificado em dezembro 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

110. O próprio atraso no cronograma das demonstrações financeiras da PDG, cujo encerramento se deu apenas em 05.04.2012, teria sido causado, segundo os Acusados, pela demora em fechar os números da Agre. Este atraso poderia ser atestado pelo e-mail enviado à PDG pela E&Y em 30.03.2012, informando que houve atraso no fechamento das demonstrações financeiras de 31.12.2011 e que somente receberam o primeiro relatório sobre a Agre em 21.03.2012 e o primeiro consolidado preliminar em 26.03.2012 (fl. 757).

111. De fato, além dos e-mails já mencionados, enviados pelos auditores para profissionais da PDG/Agre, em 05.03.2012 e 08.03.2012 (fls. 84 e 87), agendando visitas a obras da Agre, as planilhas com o registro das visitas, anexadas aos autos pela SPS, também confirmam a execução dos trabalhos de campo pelos auditores no fim de março de 2012.

112. São 24 visitas registradas na planilha “*Copy of E05 – F2 – Inspeção Física Obra e Stand*”, obtida pela SPS em suas diligências na E&Y (fls. 940), estando entre elas as dez previstas no e-mail de 08.03.2012, todas realizadas em 10.03.2012.

113. Contudo, da análise dessas planilhas de visita e do que está exposto nos mencionados e-mails, o que se extrai é que o escopo do trabalho dos auditores na inspeção da amostra de empreendimentos da Agre, de que chegaram a vistoriar dez obras em um único dia, era a verificação do andamento e estágio das obras e não a identificação e quantificação de eventuais revisões de orçamento.

114. O e-mail de 08.03.2012, por exemplo, consignou que as visitas a serem realizadas a partir de 10.03.2012 teriam o objetivo de constatar o estágio das obras e, da mesma maneira, a planilha de visitas traz como objetivo fazer a documentação das “*inspeções de obras realizadas nos empreendimentos do Grupo Agre a fim de evidenciar/constatar a evolução física desses e sua efetiva conclusão e entrega.*”

115. A planilha também equaciona o trabalho realizado como sendo a verificação, para obras em andamento, das “*condições da obra como evolução física, faseamento, estoques e mão de obra nos canteiros*”, e, para os empreendimentos já concluídos, a confirmação da “*habitação dos mesmos.*” As planilhas individuais trazem comentários sobre esses pontos, em especial sobre o estágio das obras, a existência de atrasos, entre outros, e para aquelas que informaram possuir *stand* de vendas, foram verificadas as evidências físicas e contábeis dos mesmos.

116. A conclusão geral dos trabalhos foi que “*todos os empreendimentos selecionados efetivamente têm obra em andamento, alguns próximos a entrega ou estão concluídos e sendo habitados*”.

117. Tudo isso me convence que o objetivo da E&Y nas visitas à amostra de 24 empreendimentos foi conseguir evidências de auditoria sobre o estágio das obras da Agre em 31.12.2011, de modo a fundamentar a opinião emitida sobre as demonstrações financeiras da 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

118. Quanto à apuração de custos e identificação de desvios em orçamentos, embora a maior parte das planilhas individuais traga os valores do POC, do custo orçado e do custo incorrido nas respectivas obras, não há qualquer evidência de que tais informações estão atualizadas ou são consistentes.

119. Primeiramente, observa-se que o documento também traz uma planilha de apropriação imobiliária, atualizada até 30.09.2011, o que condiz com a informação constante do mencionado e-mail da E&Y para a PDG de 05.03.2012, de que o sistema da Agre estaria utilizando informações de setembro de 2011. Este fato coloca dúvidas sobre as datas a que se referiam os valores de custo orçado e custo incorrido, consignados nas planilhas individuais das obras, ou seja, se os valores eram os das datas das visitas ou de 30.09.2011.

120. Além da indefinição quanto à data a que se referiam as informações sobre os custos, algumas planilhas não trazem qualquer dado quanto a eles (F1.8, F1.9, F1.10 e F1.20), há outras com custo incorrido menor que o orçado e há aquelas em que os números se mostram fora de qualquer razoabilidade, como por exemplo os da obra retratada na planilha F1.7, que possuía um custo orçado de R\$ 95.099.608,29 e, apesar de estar com um POC de 25%, apresentava, segundo a planilha, um custo incorrido de R\$ 334.443.065,78.

121. As planilhas não se prestam, portanto, a comprovar que foi nas visitas às obras da Agre que a E&Y quantificou a revisão de orçamentos de R\$ 222 milhões, divulgada pela PDG em 04.04.2012, e os Acusados, por sua vez, tampouco apresentaram qualquer memória de cálculo, registro contábil ou outro documento que comprovasse que se chegou àquele valor a partir dos números obtidos nas visitas às obras da Agre.

122. Ausente essa comprovação e em vista da anterior constatação de que o complemento de custo de igual valor identificado na Agre, apontado na apresentação da E&Y de 07.12.2011, ainda não havia sido reconhecido no 3º ITR 2011 da PDG, outra não pode ser a conclusão de que esse ajuste foi levado ao 4º ITR e integrou o montante divulgado no fechamento das demonstrações financeiras da Companhia de 31.12.2011, a título de revisão de orçamentos.

123. Os Acusados ainda apresentam, como argumento, o fato de que a revisão de orçamentos, nas demonstrações financeiras da Companhia de 31.12.2011, foi reputada a toda PDG e não somente à Agre, como na apresentação de 07.12.2011. Segundo alegam, como a Agre representava 40% do VGV da PDG, para que a revisão fosse toda oriunda dela, nenhuma outra obra que não fosse dessa controlada teria tido necessidade de reforço de orçamento na época.

124. Porém, na ausência de outros documentos, fia-se no relatório de administração que acompanhou demonstrações financeiras da PDG de 31.12.2011, onde consta que a revisão de orçamentos de R\$ 222 milhões se deu em projetos concentrados em obras tercerizadas e que a Agre possuía um volume de obras de terceiros bem maior que as outras unidades de negócios, CHL e Godfarb.



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

125. Há que se ter consciência, também, que a confiabilidade do valor divulgado em abril de 2012 pode ter sido influenciada pelas dificuldades em se consolidar, na Companhia, os custos e orçamentos apurados na Agre, todas descritas em documentos dos auditores (fls. 64, 71), da própria PDG (fls. 358-359, 644-647) e das defesas de todos os Acusados.

126. A causa dessas dificuldades pode ser creditada, certamente, à política agressiva de expansão adotada pela Companhia nos anos anteriores aos dos fatos aqui apurados, expansão que culminou na incorporação, em junho de 2010, da Agre e de suas controladas, Agra, Abyara e Klabin Segall, essas duas últimas, como já mencionado, conduzindo obras por construtoras terceirizadas, com diferentes sistemas de controles de custo.

127. Daí se entende o extremo esforço feito pela Companhia, entre novembro de 2011 e o segundo semestre de 2012, para implementar na Agre um sistema integrado de custos e compatibilizá-lo com o SAP da PDG. Esse esforço está resumido na correspondência enviada à SEP em 2013 pela administração que sucedeu a dos Acusados (fls. 644-647), que concluiu do processo, que *“as demonstrações anteriores a 2012 foram elaboradas da melhor maneira possível, (...) dentro do que era possível obter, com os recursos, informações e experiência então existentes.”*

128. E essa *“melhor maneira possível”* parece ter sido, como visto, entre outros improvisos, chegar aos trabalhos de campo da auditoria de fechamento das demonstrações financeiras de 31.12.2011 com números da Agre ainda relativos a 30.09.2011, conforme consta das planilhas de visitas a obras e consignado no e-mail enviado pela E&Y à PDG em 05.03.2012 (fl. 84), bem como assumido em algumas defesas do presente processo.

129. Mesmo que todas essas dificuldades tenham levado à decisão de simplesmente manter no 4º ITR, para a revisão de orçamentos oriunda de obras terceirizadas, o exato valor identificado ainda em dezembro de 2011 para a Agre, permanece a conclusão de que, em dezembro de 2011, já havia sido identificado na Agre um desvio relevante de orçamentos, que passou a ser de conhecimento da PDG ao menos em 18.01.2012.

*III.1.1.3. DA CIÊNCIA, NA COMPANHIA, DA INFORMAÇÃO SOBRE A REVISÃO DE ORÇAMENTOS*

130. Resumindo toda a análise apresentada, o conjunto de indícios presentes nos autos convergem para a conclusão de que pelo menos desde 18.01.2012 já se tinha conhecimento, na PDG, de desvios relevantes em orçamentos de obras de sua controlada Agre, conduzidas por construtoras terceirizadas, desvios esses que somente foram divulgados ao público em 04.04.2012, na forma de uma revisão de orçamentos no montante de R\$ 222 milhões.

131. Essa conclusão está suportada, principalmente, pelos seguintes pontos:

- i) e-mail de construtora terceirizada da Agre, datado de 02.12.2011, relacionando obras com desvio no custo de cerca de R\$35 milhões de reais;



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) apresentação da E&Y datada de 07.12.2011, informando a existência de complemento de custo de R\$ 222 milhões na Agre, relativo ao 3º trimestre de 2011, com ajustes concentrados em obras da Klabin Segall, que possuía a estratégia de terceirizar obras;

iii) reunião realizada em 18.01.2012, entre profissionais da E&Y e a *controller* da Companhia, M.A., subordinada ao diretor financeiro João Mallet, tendo como um dos temas os pontos discutidos na apresentação de 07.12.2011, entre eles o complemento de custo citado no item anterior; e

iv) reunião convocada por conselheiro fiscal da PDG em 03.02.2012, com a E&Y e a presença de Cauê Cardoso, João Mallet, e a mesma M.A., *controller* da Companhia, para tratar, entre outros assuntos, de reavaliação de custos de obras e ajustes em orçamentos.

132. Os Acusados, em contrapartida, não conseguiram apresentar nenhuma alegação ou contraindício que infirmasse a conclusão acima. Com efeito, eles mesmos declararam que não teria havido revisão relevante de orçamentos no 3º ITR, e, de fato, este formulário não traz qualquer evidenciação de tal revisão, o que, caso positivo, inviabilizaria as conclusões sintetizadas acima. Não conseguiram, também, refutar as evidências presentes nos autos de que o complemento de custo identificado em 07.12.2011 foi levado ao conhecimento da PDG na reunião realizada em 18.01.2012.

133. Tampouco conseguiram comprovar que a revisão de orçamentos divulgada em 04.04.2012 tivesse sido apurada nas últimas semanas de março, após encerrarem suas operações com ações da Companhia. De fato, a documentação dos auditores sobre as visitas a uma amostra de obras da Agre, realizadas naquele período para o fechamento do 4º ITR e das demonstrações financeiras de 2011, não traz qualquer evidenciação do cálculo e levantamento do montante de R\$ 222 milhões divulgado em abril de 2012, a título de revisão de orçamentos.

134. De tudo o até aqui exposto, concluo que pelo menos a partir de 18.01.2011, data da reunião entre a PDG e a E&Y que discutiu o complemento de custo identificado em 07.12.2011, passou a se ter ciência, na Companhia, da existência de uma revisão de orçamentos de R\$ 222 milhões, oriunda de obras da Agre, revisão esta que acabou por ser levada ao 4º ITR de 2011 e divulgada ao público quando da publicação das demonstrações financeiras de 31.12.2011, em 04.04.2012.

135. Por consequência, considero como 18.01.2011 a data a partir da qual passou a vigorar, para os administradores da PDG, a vedação de negociação com valores de sua emissão, imposta pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.



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

III.1.3 DA EXISTÊNCIA DA INFORMAÇÃO SOBRE A REVISÃO DO *GUIDANCE* DO VGV PARA 2012

136. Além da revisão de orçamentos, a SEP considerou que não seria razoável que a revisão do *guidance* para 2012 tivesse sido decidida somente após os Acusados terem encerrado suas operações em bolsa, em 09.03.2012. Essa revisão foi anunciada na divulgação dos resultados não auditados da Companhia, em 04.04.2012 (fl. 140-v), e publicada como fato relevante no mesmo dia (fl. 387), e alterou a previsão de lançamentos para 2012 da faixa de R\$ 9-11 bilhões, divulgada em 14.11.2011, para a de R\$ 8-9 bilhões.

137. As defesas alegam que essa revisão se deu em função de o volume de lançamentos de imóveis no primeiro trimestre de 2012 ter totalizado apenas R\$ 1.190 milhões, ou 11,9% do valor médio do *guidance*, que era de R\$ 10 bilhões, percentual bem abaixo do observado nos primeiros trimestres dos três exercícios anteriores, quando os lançamentos corresponderam a aproximadamente 18,6% do ponto médio.

138. Com isso, decidiu-se por ajustar o *guidance* da faixa de R\$ 9-11 bilhões para a de R\$ 8-9 bilhões. Com o ajuste, o ponto médio passou a ser R\$ 8,5 bilhões, ficando os lançamentos feitos no trimestre na proporção de 14,0 % do previsto para o ano. Esses dados estão na tabela a seguir, trazida pelas defesas de José Grabowsky, Michel Wurman e Frederico Cunha:

**Tabela 2: *Guidance* de lançamentos da PDG nos primeiros trimestres de 2009 a 2012**

Período	Lançamentos (em milhões R\$)	<i>Guidance</i> (em bilhões R\$)	Média <i>Guidance</i> (em bilhões R\$)	% Lançado no 1T
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%

139. A queda no volume de lançamentos ocorrida nos primeiros meses de 2012 só teria sido levantada, porém, segundo os Acusados, no fim do trimestre, pois, em se tratando de primeiro trimestre do ano, os lançamentos e vendas de imóveis novos usualmente se concentravam, de acordo com eles, no final do período, especialmente depois do carnaval. Michel Wurman e Frederico Cunha anexaram aos autos, inclusive, declaração de presidente de grande incorporadora nesse sentido (fls. 651).

140. Aduzem, então, que ao constatar a queda de 7% nos lançamentos, e em face da revisão de orçamentos identificada na Agre, o conselho de administração da PDG teria decidido por uma postura mais conservadora para os lançamentos do restante do ano, com foco na gestão de caixa e nos empreendimentos já lançados.



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

141. Observo, primeiramente, que a queda no montante de lançamentos da PDG do primeiro trimestre de 2012, em relação aos últimos três exercícios, não foi de 7%, como alegam os Acusados, que para isso tomam sua diminuição em termos absolutos, de 18% para 11%. Na realidade, pelos dados da tabela acima, e considerando uma média de 18,6% do ponto médio do *guidance* para os lançamentos dos últimos primeiros trimestre, constata-se que, ao se alcançar somente 11,9% do previsto, houve uma queda de cerca de 36% em relação à média histórica, o que torna o decréscimo bem mais relevante do que os Acusados querem sugerir.

142. Aponto, também, que, caso tivesse sido seguido o percentual histórico de cerca de 18,6% do ponto médio do *guidance*, a revisão levaria a um novo ponto médio de cerca de R\$ 6,4 bilhões, resultado da divisão do montante de lançamentos observado no primeiro trimestre, R\$ 1.190 milhões, por aquele percentual. Com isso, o novo *guidance* de lançamentos para 2012 se situaria na faixa aproximada de R\$ 5,8-7 bilhões, bem inferior à anunciada em 04.04.2012, que foi de R\$ 8-9 bilhões, mas mais aderente à média histórica e, suponho, à realidade dos fatos, pois três meses depois, em 10.07.2012, ele foi novamente revisto para a faixa de R\$ 4,0-5,0 bilhões.

143. Quanto à argumentação dos Acusados de que os lançamentos e vendas do primeiro trimestre se concentravam depois do carnaval e que somente então a Companhia conseguiria avaliar se o *guidance* para o ano estaria sendo atingido, suas defesas apresentaram somente os números consolidados por trimestre, não os desdobrando mês a mês, de modo a que se pudesse verificar a consistência de sua hipótese.

144. Ausente essa comprovação, não considero factível que os números, em janeiro e fevereiro, seguissem condizentes com o previsto e com o historicamente observado, e a queda de 36% tenha toda se concentrado depois do carnaval. Pelo contrário, todos os elementos acima levam à conclusão que entre meados de janeiro e o começo de março de 2012 a PDG já estava experimentando significativa queda em seus lançamentos e vendas.

145. De posse dessa conclusão, observo que todos os Acusados alegaram veementemente que, ao contrário das apurações de custo e orçamento, as informações sobre lançamentos e vendas, por serem meramente gerenciais, eram facilmente levantadas por ferramentas de gestão de uso ordinário, o que, inclusive, teria permitido divulgar, ainda em 02.01.2012, os números atingidos no 4º trimestre de 2011 e, por consequência, os referentes a todo aquele ano. Esta rapidez na apuração do resultado de 2011 não teria sido possível se os números de lançamentos e vendas não estivessem à mão em bases diárias.

146. Logo, é inescapável a conclusão de que em janeiro e fevereiro de 2012 conhecia-se na PDG o ritmo diário de lançamentos e vendas e podia-se compará-lo – e certamente se comparava, pois se tratava do produto final da Companhia, fonte primeira de sua receita – com o historicamente observado em anos anteriores.

147. Sendo patente, portanto, a existência desse acompanhamento, e tendo havido uma queda tão significativa nos números, não me convenceu a tese da defesa de que, até o momento em que encerraram seus negócios com ações da Companhia, para a administração imperava a



**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

plena normalidade no ritmo de lançamentos e vendas, mas, de súbito, no intervalo de duas ou três semanas, constatou-se uma total reversão de receitas e de expectativas.

148. Foi tão grande essa reversão que nem mesmo a sua divulgação, em 04.04.2012, se deu de forma completa, pois, como visto, passou-se a um *guidance* de R\$ 8-9 bilhões, quando os números indicavam a faixa de R\$ 5,8-7 bilhões, tendo sido, três meses depois, revisada para R\$ 4-5 bilhões.

149. A magnitude da reversão lança dúvidas até sobre quando teriam começado a decair os quantitativos de lançamentos e vendas da Companhia, pois não me soa razoável que em 14.11.2011 os números indicassem uma previsão para 2012 na faixa de R\$ 9-11 bilhões e em abril de 2012 ela passasse a ser de R\$ 5,8-7 bilhões, conforme os dados presentes na tabela acima, apresentada pelos Acusados. Observe-se, quanto a isso, que o VGV final de 2011, anunciado em 02.01.2012, ficou em R\$ 9.01 bilhões, praticamente no limite inferior da previsão para naquele ano, que era de R\$ 9-10 bilhões, o que já indicava uma desaceleração.

150. Há também que se considerar que a PDG, desde o primeiro trimestre de 2008, mantinha a prática de divulgar, por meio de comunicado ao mercado no Sistema IPE ou através de fato relevante, prévias sobre o atingimento e revisões do *guidance* anual para o VGV. A divulgação era feita após o encerramento dos trimestres e antes da divulgação das informações financeiras, conforme a tabela a seguir:

**Tabela 3: 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

151. Logo, o mercado esperava, com elevado grau de certeza, que após o fim do primeiro trimestre de 2012 a Companhia mantivesse sua prática e divulgasse a prévia dos números obtidos e a eventual revisão da previsão anual anterior. E a expectativa do mercado certamente seria 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

uma revisão positiva do *guidance*, pois a PDG vinha continuamente batendo suas metas de VGV e havia, há pouco tempo, em **14.11.2011** (fora, portanto, das divulgações trimestrais habituais), anunciado um aumento do número esperado para o ano seguinte e, em 02.01.2012, divulgado o atingimento da meta de 2011.

152. Porém, como se viu, a realidade econômico-financeira da PDG era outra e o mercado foi surpreendido com as informações de que a Companhia estava vivenciando problemas graves com aumentos não previstos de custos de obras e que as receitas futuras advindas de lançamentos e vendas seriam bem menores do que o anteriormente previsto.

153. Internamente à Companhia, no entanto, já se conhecia, ao menos desde meados de janeiro, que o ritmo de lançamentos e vendas havia decaído significativamente, já que, como se viu, (i) era informação gerencial relevante e disponível prontamente, e (ii) por ser altamente improvável que toda a expressiva queda experimentada pelos números tenha se concentrado apenas nas três últimas semanas de março.

154. Logo, sendo certo que ao fim do trimestre seria divulgado ao mercado a prévia do *guidance*, mantendo a prática dos últimos 16 trimestres, concluo que a informação sobre a sua significativa revisão negativa já estava, com elevado grau de probabilidade, disponível na Companhia, em janeiro de 2012.

155. Fazendo, porém, um juízo de razoabilidade, e considerando um prazo de duas semanas para que as observações sobre lançamentos e vendas pudessem ser processadas e assimiladas, considerarei também a data de 18.01.2012 como o momento em que passou a vigorar, para os administradores da PDG, a vedação de negociação com valores de sua emissão, imposta pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, em vista da ciência, na Companhia, da informação sobre o declínio daqueles números.

#### III.2. DO ACESSO PELOS ACUSADOS À INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

156. Do exposto até aqui, concluiu-se que ao menos a partir de 18.01.2012 já se sabia na PDG (i) de uma relevante revisão de orçamentos, oriunda de obras da Agre conduzidas por construtoras terceirizadas e ainda não divulgada nem levada às suas demonstrações financeiras, e (ii) de uma significativa queda no ritmo de lançamentos e vendas de imóveis que levaria a uma revisão negativa do *guidance* do VGV.

157. Ambas as informações, desfavoráveis à Companhia e com potencial de afetar negativamente a cotação de seus papéis, foram divulgadas ao público somente no começo de abril daquele ano.

158. Porém, entre a supracitada data de 18.01.2012 e o dia em que foram divulgadas ao público as informações, 04.04.2012, os Acusados alienaram volumes expressivos de ações de emissão da PDG, conforme tabela abaixo:



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 4: Alienações de ações feitas pelos Acusados no primeiro trimestre de 2012**

Diretor	Início das vendas	Término das vendas	Quantidade alienada	Montante recebido (R\$)
José Grabowsky	23.01.2012	09.03.2012	3.115.000	23.852.943,59
Michel Wurman	26.01.2012	08.03.2012	2.625.418	20.231.450,34
João Mallet	26.01.2012	02.03.2012	1.372.614	10.716.327,00
Cauê Cardoso	08.02.2012	02.03.2012	703.652	5.557.595,08
Frederico Cunha	13.02.2012	09.03.2012	1.800.000	14.175.183,50
Marcus Sá	27.01.2012	-	110.000	826.345,00

159. Como visto, nos termos do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, presume-se que os Acusados, na condição de administradores da PDG, fizeram seus negócios com conhecimento daquelas informações, que ainda estavam em sigilo na Companhia.

160. O termo de acusação, nessa direção, afirmou que “[c]omo regra geral, os membros da administração de uma companhia têm pleno acesso aos seus documentos e informações”, mas também utilizou, para concluir que os Acusados sabiam das informações relevantes sigilosas, quando alienaram ações de emissão da Companhia, as atribuições previstas para cada um deles no estatuto social da PDG, bem como, para João Mallet e Cauê Cardoso, o fato de terem participado da reunião realizada em 03.02.2012 com os auditores e o conselheiro fiscal.

161. Analisarei individualmente os argumentos de defesa utilizados por cada um para negar o acesso prévio às informações divulgadas em 04.04.2014, lembrando que as alegações de que a PDG somente apurou a revisão de orçamento nas últimas semanas de março de 2012 e de que se soube na Companhia da necessidade de revisão do *guidance* somente após o carnaval daquele ano já foram rebatidas, quando se chegou à conclusão que ambas estavam disponíveis na Companhia desde 18.01.2102.

### III.2.1. JOSÉ GRABOWSKY – DIRETOR PRESIDENTE

162. José Grabowsky alega que a Acusação apenas teria comprovado que ele fazia um “acompanhamento periódico e rotineiro das atividades da Companhia” e participava da consolidação dos números de suas controladas. Aduz que seria “virtualmente impossível que (...) estivesse a par e acompanhasse a evolução de cada um de seus empreendimentos” (fl. 1.146).

163. Conforme o art. 17, § 5º, do estatuto social da PDG vigente à época (fls. 360-371), competia ao Diretor Presidente, entre outras atividades, i) 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; (ii) exercer a supervisão de todas as atividades da Companhia, e (iii) coordenar e superintender as atividades da Diretoria, convocando e presidindo suas reuniões.



#### 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

164. Tratava-se, nada menos, da direção e condução geral dos negócios sociais da PDG, sendo desnecessária uma maior argumentação para concluir que seriam de seu conhecimento quaisquer informações relevantes sobre os negócios da Companhia, ainda não divulgadas ao público. Esta conclusão torna-se mais evidente quando se constata que as informações se referem a atividades essenciais da Companhia, a primeira relativa a uma revisão vultosa em orçamentos de obras, e a segunda ao decréscimo significativo em seus lançamentos e vendas.

165. A revisão de orçamentos de obras da Agre, informação relevante sem sombra de dúvidas, ao ser levada pela E&Y na reunião de 18.01.2012 ao conhecimento da PDG, que pelo que atestam os autos estava ali representada ao menos por sua *controller*, entrou na órbita dos assuntos sujeitos ao acompanhamento próximo de sua administração, notadamente pelo potencial de impacto aos resultados da Companhia, potencial esse posteriormente materializado no prejuízo reconhecido no 4º ITR de 2011.

166. Essa informação, assim como, por óbvio, a relativa ao significativo decréscimo no nível de lançamentos e vendas nos primeiros meses de 2012, em relação ao historicamente observado, não podiam estar fora do alcance do principal executivo da PDG, pelo que concluo que José Grabowsky delas tinha conhecimento desde a data em que se puseram disponíveis na Companhia, 18.01.2012. Há de se observar que, poucos dias depois, em 23.01.2018, ele iniciou as suas vendas de ações de emissão da PDG.

#### III.2.2. MICHEL WURMAN – DIRETOR VICE-PRESIDENTE E DRI

167. Michel Wurman alega que em julho de 2011 deixou de exercer o cargo de Diretor Vice-Presidente Financeiro, passando a ser o Diretor Vice-Presidente DRI, e, dessa forma, a partir daí não teria tido mais qualquer competência financeira na PDG. Como DRI, defende que participava apenas do fechamento das demonstrações financeiras anuais e que, no tocante às de 31.12.2011, sua participação só teria se dado nas últimas semanas de março de 2012.

168. Segundo o art. 17, § 6º, do estatuto social da PDG, competia ao diretor Vice-Presidente, 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 no estatuto.

169. Por sua vez, ao DRI, competia, nos termos do art. 17, § 8º, (i) divulgar e comunicar qualquer ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da Companhia; (ii) prestar informações aos investidores; e (iii) manter atualizado o registro da Companhia.

170. Com todo esse leque de atribuições, não é factível que Michel Wurman ficasse alheio ao andamento dos negócios da Companhia, notadamente em se falando de custos e orçamentos e performance de lançamentos e vendas. Obviamente, não se espera do administrador o



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

acompanhamento detalhado de todas as operações da sociedade, porém, um monitoramento geral de seus negócios é esperado e, nesse ponto, a informação sobre a revisão de orçamentos, que preocupava os auditores externos, bem como a abrupta queda no nível histórico de lançamento e venda de imóveis, não escapariam ao radar do acusado, face às suas atribuições.

171. Concluo, portanto, que Michel Wurman delas tinha conhecimento desde a data em que estavam disponíveis na Companhia, 18.01.2012, notando-se, também, que alguns dias depois, em 26.01.2018, ele iniciou as suas vendas de ações de emissão da PDG.

III.2.3. JOÃO MALLET – DIRETOR FINANCEIRO

172. Além de defender que, à época de suas negociações, não havia qualquer informação sobre revisão de *guidance* ou estouro de orçamentos na Agre, a última só aferida, no seu dizer em 21.03.2012, questões essas já superadas no presente voto, João Mallet alega que como Diretor Financeiro da PDG somente recebia os números consolidados da Agre, e não re-orçamentos ou balancetes específicos, “*exceto quando tais assuntos assumissem um caráter extraordinário*”. Acrescenta que somente esporadicamente participava de reuniões mensais com aquela controlada da PDG (fl. 1.091).

173. Um simples fato, porém, afasta o alegado distanciamento de João Mallet em relação aos negócios da Agre. Foi sua subordinada direta na PDG, a *controller* M. A., que representou a Companhia junto aos auditores em todos os atos documentados nos autos que envolveram a apuração de custos e orçamentos de obras da controlada.

174. Foi ela, também, que participou da reunião de 18.01.2012, em que se discutiu com a E&Y a questão do complemento de custo de R\$ 222 milhões identificado pela empresa de auditoria em 07.12.2011, assim como foi com ela que o próprio João Mallet participou da reunião convocada pelo conselheiro fiscal, em 03.02.2012.

175. As suas atribuições na PDG também atraem, para si, a responsabilidade no acompanhamento das informações relativas a estouros significativos de orçamentos e queda acentuada de vendas. De acordo com o art. 17, § 7º, do estatuto social da Companhia, competia ao Diretor Financeiro, 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.

176. Logo, não há dúvida de que João Mallet tinha conhecimento desde 18.01.2012 das informações sobre a revisão de orçamentos de obras da Agre e sobre o decréscimo no nível de lançamentos e vendas da PDG. Ademais, alguns dias depois, em 26.01.2018, ele iniciou as suas vendas de ações de emissão 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

#### III.2.4. CAUÊ CARDOSO – DIRETOR JURÍDICO

177. Cauê Cardoso alega 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, ou seja, elas não exigiriam nem permitiriam que ele tivesse conhecimento a respeito de toda e qualquer informação relevante sobre a Companhia, incluindo as que, no presente processo, a Acusação supôs que conhecesse, quando de seus negócios em bolsa.

178. Com efeito, embora assista razão ao Acusado no tocante às delimitações de suas atribuições estatutárias, que não alcançariam o acompanhamento da apuração de custos e orçamentos e a performance de vendas, o fato é que ele esteve presente na reunião realizada em 03.02.2012, em que foram discutidos problemas de custos e orçamentos.

179. Segundo sua defesa, o conselheiro fiscal solicitou reunião com a Companhia e auditores a fim de melhor entender como teriam sido realizados os trabalhos de auditoria durante o ano de 2011 e como estariam as providências para as demonstrações do 4º trimestre de 2011. Defende que a própria ata da reunião teria destacado esse fato ao consignar que os executivos não haviam apurado o impacto das revisões no resultado do exercício de 2011, tendo sido apurados e reconhecidos somente os ajustes de orçamento já concluídos.

180. Em que pese a sua argumentação, o fato é que Cauê Cardoso reuniu-se com o diretor financeiro e sua subordinada, a *controller* M. A., além dos auditores, todos eles com plena ciência de que havia um complemento de custos relevante na Agre ainda a ser levado às demonstrações financeiras da Companhia. Na reunião, tratou-se de custos e orçamentos, sendo desprovida de credibilidade a sua versão de que aquela informação não foi ali discutida.

181. Poucos dias depois, em 08.02.2012, iniciou as suas vendas de ações de emissão da PDG, o que reforça a minha convicção de que, naquela reunião, ele tomou conhecimento da revisão de orçamentos da Agre, posteriormente divulgada ao mercado.

#### III.2.5. FREDERICO CUNHA – DIRETOR DE INVESTIMENTOS E ACOMPANHAMENTO GERENCIAL

182. Frederico Cunha alega que nas suas funções de Diretor de Investimentos e Acompanhamento Gerencial era responsável por analisar e aprovar novos investimentos e fazer o acompanhamento gerencial dos projetos imobiliários da PDG, com enfoque em retorno de investimento, não tratando de relatórios contábeis e não participando da elaboração das demonstrações financeiras anuais da Companhia e nem de seus ITRs. Acrescentou que a SPS consignou em seu relatório que *“as diligências não lograram êxito em comprovar a época de seu conhecimento dos fatos.”*



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

183. Alega, também, que se desligou da PDG em maio de 2012, mas que desde meados de fevereiro já deixara de exercer normalmente suas funções. Afirma, assim, que só tomou conhecimento da revisão de orçamentos em 04.04.2012.

184. Conforme o art. 17, § 9º, do estatuto social da Companhia, competia ao Diretor de Investimentos e Acompanhamento Gerenciais (i) analisar e aprovar novos investimentos para a realização das atividades da Companhia; (ii) monitorar e gerir as vendas e lançamentos da Companhia e controladas; (iii) monitorar a performance dos investimentos imobiliários da Companhia e controladas; e (iv) realizar o acompanhamento gerencial dos projetos da Companhia e controladas.

185. Embora realmente não conste de suas funções a elaboração das demonstrações financeiras da Companhia e, por isso, não se espera que ele tenha participado do fechamento das demonstrações de 31.12.2011, observa-se do estatuto que Frederico Cunha era o principal executivo responsável pelo acompanhamento dos lançamentos e vendas de imóveis da PDG, tendo sido pois, provavelmente, o primeiro a tomar conhecimento da queda de lançamentos e vendas ocorrida ao longo do primeiro trimestre de 2012.

186. Torna-se forçoso reconhecer, desta constatação, que ele não podia estar alheio aos problemas havidos na Companhia com estouro de orçamentos, pois gastos imprevistos com custos não orçados certamente impactavam seu caixa e dificultavam manter o ritmo até então crescente de lançamentos, assim, como influenciavam o preço dos imóveis lançados.

187. A justificativa dada pelo Conselho de Administração da PDG para a revisão do *guidance*, de focar “na maior eficiência operacional, lucratividade e fluxo de caixa livre” (fl. 387), e as declarações de alguns dos Acusados, também levam à conclusão de que custos e lançamentos são parâmetros inter-relacionados.

188. De fato, segundo Cauê Cardoso “a Companhia havia apresentado uma revisão de custo de obra em uma de suas subsidiárias recém adquirida e o primeiro trimestre de 2012 estava mais desafiador no que se refere às vendas. A decisão foi motivada por uma postura mais conservadora e que teria um impacto positivo no gasto do caixa da Companhia” (fl. 715).

189. Na mesa direção, para João Mallet “a administração da Companhia apenas foi prudente e ajustou as expectativas, com as novas informações que possuía pois ficou claro que era necessário diminuir o ritmo de lançamentos e seguir por um caminho mais conservador para que a Companhia pudesse entregar as obras sem mais obstáculos” (fl. 747).

190. Concluo, assim, que Frederico Cunha, que começou a alienar suas ações em 13.02.2018, detinha, desde 18.01.2012, informação relevante sobre os negócios da PDG, ainda não divulgada ao público, a respeito do estouro de orçamentos de obras e do decréscimo



#### 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

significativo no nível histórico de lançamentos e vendas, que inviabilizaria o cumprimento da previsão anual para o VGV da Companhia para 2012, anunciada em 14.11.2011.

#### III.2.6. MARCUS SÁ – DIRETOR ADMINISTRATIVO OPERACIONAL

191. Marcus Sá alega que ocupava o cargo de Diretor Administrativo Operacional e que não exercia atividades de elaboração de demonstrações financeiras, revisão de orçamentos de projetos com obras terceirizadas, ou necessidade de ajustes em orçamentos de empreendimento. Acrescenta que os principais executivos financeiros e de contabilidade ficavam sediados no Rio de Janeiro, enquanto ele ficava sediado em São Paulo para conduzir atividades operacionais, de TI e RH da *holding* e das sociedades investidas.

192. Em relação às diligências da SPS, alega que em nenhum dos documentos nela obtidos haveria menção a seu nome e que o relatório concluiu que não houve êxito em comprovar a época de seu conhecimento dos fatos.

193. De fato, de acordo com o art. 17, § 10º, do estatuto social da Companhia, competia a ele (i) formular, coordenar e executar as atividades e procedimentos relacionados ao repasse de crédito de clientes da Companhia e controladas; (ii) supervisionar o departamento de recursos humanos da Companhia e controladas; (iii) formular, coordenar e executar as atividades de TI, bem como a implementação de sistemas da Companhia; e (iv) formular, coordenar e executar as atividades administrativas operacionais da Companhia e controladas. Não se encontra em suas atribuições específicas, nenhuma ligada a acompanhamento de custos e orçamentos de obras ou de performance de lançamentos e vendas de imóveis.

194. A SEP, no entanto, apontou que, dentro da competência colegiada da diretoria, delimitada pelo art. 18 do estatuto social, mais especificamente, por sua alínea ‘d’, competia a Marcus Sá, enquanto membro da diretoria da PDG, a execução “*dos planos de negócios e os orçamentos da Companhia, aprovados pelo Conselho de Administração*”, tendo a área técnica entendido que essa competência englobaria os orçamentos das obras conduzidas pela sociedade.

195. Discordo, porém, dessa interpretação. Como bem apontado pela defesa do Acusado, o que ali se diz é que “*cada diretor executa os orçamentos de acordo com as suas áreas de atuação*”, ou seja, os orçamentos executados por ele diziam respeito à sua área de atuação, recursos humanos e tecnologia da informação, em nada se relacionando com os orçamentos das obras (fls. 774-775).

196. Assim, tendo em vista (i) esse distanciamento de Marcus Sá das atividades de elaboração de demonstrações financeiras, execução de obras e acompanhamento de lançamentos e vendas de imóveis, (ii) a ausência de qualquer menção nos autos à sua participação nas discussões sobre esses assuntos e (iii) a atipicidade das operações por ele realizadas em relação às de um *insider*, conforme se demonstrará a seguir, entendo por afastada a presunção de que



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

tinha conhecimento das informações relevantes sigilosas, quando negociou com ações da Companhia, 27.01.2012, ou com derivativos nela referenciados, 26.01, 03.02 e 09.04.2012.

197. Ademais, não há nos autos qualquer prova direta de que, naquelas datas, ele tinha conhecimento da revisão de orçamentos de obras da Agre e do decréscimo no nível de lançamentos e vendas da PDG, antes da divulgação dessas informações ao público, em 04.04.2012.

III.3. DA UTILIZAÇÃO DAS INFORMAÇÕES SIGILOSAS PELOS ACUSADOS EM SEUS NEGÓCIOS

198. Cabe, por fim, enfrentar os argumentos apresentados pelos Acusados para elidir a presunção de que, quando alienaram ações de emissão da PDG, entre janeiro e março de 2012, se utilizaram das informações ainda sigilosas sobre a revisão de orçamentos de obras da Agre e a revisão do *guidance* da Companhia para 2012, com o intuito de obter vantagem com a possível queda do preço de suas ações.

199. Antes, porém, analiso a tese apresentada pelo termo de acusação de que as operações dos Acusados seriam atípicas, em função do expressivo volume alienado em curto espaço de tempo e pelo fato de não terem tido esse padrão de negócios no mesmo período dos anos anteriores. Esta atipicidade, para a SEP, também indicaria o uso de informação sigilosa nas negociações, embora, como reiterado, sendo os Acusados administradores da Companhia, o componente subjetivo da infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 já esteja presumido pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

200. No tocante à suposta atipicidade apontada pela SEP, porém, os Acusados demonstraram que as vendas 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. Acrescentam, com razão, que a suposta atipicidade 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.

201. Conforme informações trazidas pelas defesas, a PDG lançou três programas de opção de compra de ações, em 14.05.2007, 08.04.2008 e 03.01.2010. Os programas eram divididos 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, ou seja, um período em que as ações eventualmente subscritas não poderiam ser vendidas.

202. Logo, o primeiro *lock up* se encerrou em maio de 2009 e daí houve, por parte dos Acusados, subscrições e vendas de grandes lotes de ações dos 1º e 2º lotes, conforme apurado nas tabelas constantes dos itens 55, 74, 86, 102, 111 e 123 do termo de acusação, repetindo-se o



**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

fato entre fevereiro e maio de 2010 e 2011, após o início dos prazos de exercício do 3º e 4º lotes do primeiro programa, respectivamente, conforme a tabela abaixo, e dos 1º e 2º lotes do segundo programa, conforme a tabela subsequente:

**Tabela 5: Primeiro plano de opção de compra da PDG (fls. 546-548)**

<b>Lote</b>	<b>Data de início para exercício</b>	<b>Data final para exercício</b>
1º	02.05.2008	02.05.2010
2º	02.05.2009	02.05.2011
3º	02.05.2010	02.05.2012
4º	02.05.2011	02.05.2012

203. O segundo programa foi aprovado em 08.04.2008 e não podia, portanto, ser exercido até 08.04.2010, contando com os seguintes lotes:

**Tabela 6: Segundo plano de opção de compra da PDG (fls. 331-333)**

<b>Lote</b>	<b>Data de início para exercício</b>	<b>Data final para exercício</b>
1º	01.02.2009	01.02.2011
2º	01.02.2010	01.02.2012
3º	01.02.2011	01.02.2013
4º	01.02.2012	01.02.2014

204. O terceiro programa foi aprovado em 03.01.2010 e não podia ser exercido até 01.01.2012, contando com os seguintes lotes:

**Tabela 7: Terceiro plano de opção de compra da PDG (fls. 335-336)**

<b>Lote</b>	<b>Data de início para exercício</b>	<b>Data final para exercício</b>
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



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

205. Assim, as vendas realizadas pelos Acusados entre janeiro e março de 2012, objeto do presente processo, foram oriundas de ações subscritas por meio do exercício das opções de compra referentes ao 1º e 2º lotes do terceiro programa, cujo *lock up* se encerrou em 01.01.2012, não havendo, portanto, atipicidade nessa conduta, pois se assemelhou às realizadas em períodos semelhantes entre 2009 e 2011.

206. Resta, porém, avaliar se o fato de os papéis terem sido vendidos após terem sido subscritos no âmbito de um programa de opção de compra de ações instituído pela Companhia afasta a presunção sobre o elemento subjetivo da infração, trazida pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

207. Os Acusados alegam que exerceram o direito de subscrever as ações dos programas de opção de compra e as alienaram em seguida em função da necessidade de realizar parcela substancial de sua remuneração que era vinculada às opções. De fato, as regras dos programas obrigavam os beneficiários a destinar pelo menos 50% do valor de sua participação nos lucros, bônus de desempenho ou qualquer outra modalidade de remuneração variável na subscrição das ações relativas às opções (fls. 331-338).

208. Segundo as defesas, informações dos formulários de referência da PDG mostravam que em 2010 e 2011 a remuneração baseada em ações representava 63,81% e 66,50%, respectivamente, da remuneração total dos administradores, enquanto a remuneração fixa mensal ficou em apenas 3,49% e 4,37% naqueles anos.

209. Defendem, assim, que ao exercerem e alienarem ações no âmbito do programa de opção de compra visavam um ganho legítimo, por meio da realização de parte relevante de sua remuneração, que adviria da diferença entre os valores dos montantes subscrito e alienado. Esta conduta seria, inclusive, permitida pelos §§ 6º<sup>23</sup> e 7º<sup>24</sup> do art. 13 da Instrução CVM 358/02.

210. Acrescentam que o preço de exercício era fixado em cada plano em uma porcentagem da cotação média das ações da PDG nos 60 pregões anteriores, com correção pelo IGP-M/FGV até a data do exercício. No caso do terceiro programa, o preço de exercício era de R\$ 6,00, ou 87,5 % do preço de emissão das ações na oferta pública realizada em outubro de 2009, corrigido pelo IGP-M/FGV.

---

<sup>23</sup> § 6º A vedação prevista no caput não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, ou quando se tratar de outorga de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia geral.

<sup>24</sup> §7º As vedações previstas no caput e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas 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, de acordo com política de negociação aprovada nos termos do art. 15.



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

211. Aduzem que a finalidade da fixação do preço é justamente permitir que o beneficiário se desfaça das ações quando a cotação no mercado estiver mais alta que o preço de exercício. Nesse sentido, em dezembro de 2011 as ações estavam cotadas abaixo do preço de exercício, mas ao longo de janeiro de 2012 houve uma recuperação do preço, o que, em conjunto com o fim do *lock up* em 02.01.2012, que liberou para o exercício uma grande quantidade de ações para cada Acusado, tornou vantajosa a subscrição dentro do plano de opções.

212. Defendem, então, que em meados de janeiro de 2012, com as ações novamente “dentro do dinheiro”, adveio a possibilidade de monetizar não somente as opções do primeiro lote do terceiro programa que houvessem sido exercidas ao longo de 2011 como todo o segundo lote, que passou a poder ser exercido em 01.01.2012, pois ambos os lotes, caso subscritos, já podiam ser vendidos após 02.01.2012, com o término do período de *lock up*.

213. Acrescentam que, se após subscreverem as ações, não as vendessem imediatamente, a cotação poderia voltar a estar “fora do dinheiro” e eles teriam que vender no futuro com prejuízo. Ademais, necessitariam vender para pagar as subscrições, pois o lucro que teriam seria somente o da diferença entre os dois preços.

214. Essas foram, em síntese, as alegações dos Acusados no intuito de comprovar que negociaram sem intenção de tirar proveito da posse de eventual informação privilegiada. As negociações teriam sido feitas em função da possibilidade de vender ações adquiridas em programa de opção de compra, por preço superior ao de subscrição e após vencimento do *lock up* a que os papéis estavam submetidos.

215. Ausente, portanto, a intenção de usar a informação privilegiada para obter vantagem, estaria descaracterizada qualquer ilicitude dos negócios, em linha com alguns precedentes desta Autarquia.<sup>25</sup>

216. Equivocam-se, no entanto, os Acusados, ao considerarem que as suas vendas estariam suportadas pelos § 6º ou § 7º do art. 13, da Instrução CVM nº 358/02. Com efeito, o § 6º permite aquisições de ações mantidas em tesouraria da Companhia, por parte de seus administradores, no âmbito de um plano de opção de compra de ações, mesmo que na pendência de divulgação de informação relevante, mas não autoriza que as ações adquiridas dessa forma sejam alienadas no mercado, enquanto este não for informado dos fatos mantidos em sigilo.

217. Ademais, conforme bem colocado pelo termo de acusação, as opções de compra do 1º e 2º lotes do 3º programa de opção de compra de ações da PDG, informação constante da tabela 6 supra, tinham seu prazo de vencimento até 01.01.2013 ou 01.01.2014, respectivamente,

---

<sup>25</sup> V., nesse sentido, PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 09.12.2015; PAS CVM nº 07/1991, j. 6.6.1994, Dir. Rel. José Estevam de Almeida Prado; e PAS nº 17/2002, j. 25.10.2005, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco.



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

de forma que os Acusados não eram obrigados a subscrever – e tampouco alienar em seguida – as opções imediatamente após o término do *lock up*, em 02.01.2012.

218. Por sua vez, o § 7º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 autoriza negociações amparadas em política de negociação da Companhia, ainda que efetuadas na pendência da divulgação de fato relevante. Porém, esta autorização só alcança negócios efetuados com base no “*compromisso irrevogável e irretratável de seus participantes de investir valores previamente estabelecidos, nas datas nele previstas*”, como prescreve textualmente o art. 15, §3º, II, a, da Instrução CVM nº 358/02.<sup>26</sup>

219. Nessas situações, em que o momento de realização do negócio e o seu montante estão previamente determinados em plano de investimento aprovado pela companhia, não se configura o *insider trading*, pois os administradores tomaram suas decisões de investimento antes do conhecimento de eventuais informações relevantes.<sup>27</sup> Em outras palavras, como a decisão de negociar foi previamente definida, o fato de o administrador vir a ter, posteriormente, conhecimento de alguma informação privilegiada não terá qualquer influência na realização da transação. Assim, fica o administrador impedido de tirar proveito da informação na hora de negociar.<sup>28</sup>

220. Tal não era o caso do programa de opção de compra de ações da PDG nem das alienações levadas a cabo pelos Acusados entre janeiro e março de 2012, para as quais dispuseram de total discricionariedade, não podendo se aceitar, para justificá-las e retirar-lhes o caráter ilícito, já que foram feitas de posse de informações privilegiadas, o aproveitamento de uma janela de oportunidade e a necessidade de realizar parcela substancial de sua remuneração, vinculada ao exercício das opções de compra.

221. Logo, o fato de as alienações terem sido feitas com ações subscritas no âmbito de programa de opção de compra de ações instituído pela PDG e a comprovação de que, desde 2009, os Acusados seguiam o mesmo padrão negocial, não valem como justificativa lícita para que eles negociassem de posse de informação privilegiada, não elidindo a presunção trazida pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, de que os negócios foram feitos com a intenção de obter vantagem com a informação que detinham.

---

<sup>26</sup> Art. 15, §3º. É permitida a aquisição de ações de emissão da companhia no período a que se refere o inciso II do § 1º por administradores, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas da companhia, bem como de suas controladas e coligadas, criados por disposição estatutária, realizada em conformidade com plano de investimento aprovado pela companhia, desde que: (...) II – o plano de investimento estabeleça: a) o compromisso irrevogável e irretratável de seus participantes de investir valores previamente estabelecidos, nas datas nele previstas; (...)

<sup>27</sup> Marcelo Fernandez Trindade, *Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade*, in Marcelo Vieira Von Adamek, *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 467-468.

<sup>28</sup> V., nessa linha, PAS CVM n.º RJ2013/5793, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 27.1.2015; e PAS CVM n.º RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 09.12.2015.



#### 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

222. Conforme informações dos autos, José Grabowsky exerceu a opção de subscrever 3.000.000 de ações, das 4.800.000 que poderia subscrever dos 1º e 2º lotes do terceiro programa de opção de compra de ações, sendo 2.400.000 de cada lote (fl. 561).<sup>29</sup> Com o acréscimo de ações que possuía em carteira, ele alienou, entre 23.01.2012 e 09.03.2012, o total de 3.115.000 ações, pelo valor de R\$ 23.852.943,59.

223. Pelos cálculos da SEP, caso houvesse vendido pelo preço de fechamento do pregão de 04.04.2012, data em que, às 11h37min, foram divulgadas pela Companhia no Sistema IPE as informações sobre a revisão de orçamentos de obras da Agre e a revisão do *guidance* da PDG para 2012, ele teria obtido o montante de R\$ 19.281.850,00, tendo, portanto, evitado um prejuízo de R\$ 4.571.093,59.

224. Além das justificativas já afastadas, relativas aos programas de opção de compra de ações, José Grabowsky também aponta em sua defesa ter comprado 1.500.000 de ações da PDG em dezembro de 2011 e 1.065.000 em abril de 2012, e que a sua posição acionária passou, entre esses dois meses, de 2.512.755 para 3.500.000 de ações. Alega que esses fatos, assim como por não ter subscrito e vendido a totalidade de ações que poderia dos 1º e 2º lotes do terceiro programa de opções, demonstram um comportamento incompatível com o de alguém que teria informações negativas sobre a Companhia, naquele período.

225. No entanto, a prevalecerem seus argumentos, um administrador poderia negociar livremente ações da Companhia de posse de informação sigilosa pendente de divulgação, desde que a negociação não envolvesse toda a sua carteira ou que ele intercalasse os negócios feitos para se beneficiar da posse da informação com outros em sentido contrário. A aceitação de tal tese claramente violaria os objetivos da norma e esvaziaria os esforços que vêm sendo empenhados por esta CVM no sentido de coibir esse tipo de conduta.

226. Concluo, assim, por tudo o até aqui exposto, que as alienações de ações de emissão da PDG realizadas por José Grabowsky entre janeiro e março de 2012 foram feitas por ele com a intenção de se aproveitar da posse de informação privilegiada sobre as revisões de orçamentos e do *guidance*, divulgadas pela Companhia em 04.04.2012.

227. Michel Wurman exerceu a opção de subscrever 2.300.000 de ações, segundo informado por sua defesa (fl. 598), das 3.100.000 (fl. 561) que poderia subscrever dos 1º e 2º lotes do terceiro programa de opção de compra de ações. Com o acréscimo de ações que possuía em carteira, ele alienou, entre 26.01.2012 e 08.03.2012, o total de 2.625.418 ações, pelo valor de R\$ 20.231.450,34. Pelos cálculos da SEP, caso houvesse vendido pelo preço de fechamento do pregão de 04.04.2012, ele teria obtido R\$ 16.251.337,42, tendo, portanto, evitado um prejuízo de R\$ 3.980.112,92.

---

<sup>29</sup> Originalmente cada lote do terceiro programa dava direito a José Grabowski subscrever 1.200.000 ações, mas em 04.01.2010 houve o desdobramento de cada ação em duas, passando o lote a ser de 2.400.000 ações (fl. 565-568).



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

228. Também alegou não ter exercido todas as opções de compra a que tinha direito e ter mantido 250.000 ações em carteira após a divulgação das informações, em 04.04.2012, mas da mesma forma que a José Grabowsky, esses argumentos não lhe aproveitam. Concluiu, portanto, que as alienações de ações de emissão da PDG realizadas por Michel Wurman entre janeiro e março de 2012 foram feitas por ele com a intenção de se aproveitar da posse de informação privilegiada sobre as revisões de orçamentos e do *guidance*, divulgadas pela Companhia em 04.04.2012.

229. João Mallet exerceu a opção de subscrever 1.050.000 de ações, das 1.500.000 que poderia subscrever dos 1º e 2º lotes do terceiro programa de opção de compra de ações (fl. 561). Com o acréscimo de ações que possuía em carteira, ele alienou, entre 26.01.2012 e 02.03.2012, o total de 1.372.614 ações, pelo valor de R\$ 10.716.327,00. Pelos cálculos da SEP, caso houvesse vendido pelo preço de fechamento do pregão de 04.04.2012, ele teria obtido R\$ 8.496.481,66, tendo, portanto, evitado um prejuízo de R\$ 2.219.845,34.

230. Os argumentos por ele apresentados para tentar desvincular essas alienações de ações da posse das informações ainda não divulgadas sobre as revisões de orçamento e do *guidance* para 2012 são similares às colocadas por José Grabowsky e Michel Wurman, e devem também ser afastadas.

231. A SEP também analisou uma operação de João Mallet com derivativos referenciados às ações da PDG, concluindo que ele teria apostado na queda da cotação das ações. Em 17.02.2012, ele comprou 500 mil opções de venda com vencimento em 17.02.2014 e preço de exercício de R\$ 8,00 pelo valor por opção de R\$ 1,33, e vendeu 500 mil opções de compra com mesma data de vencimento e preço de exercício de R\$ 10,00 pelo valor por opção de R\$ 1,24; em um investimento inicial de R\$ 45 mil reais.

232. João Mallet alega que, ao contrário do que entendeu a SEP, não fez a operação a descoberto, pois tinha o direito a subscrever 1.500.000 ações dos 1º e 2º lotes do terceiro programa de opção de compra, no que lhe assiste razão, embora em 02.03.2012 ele tenha subscrito e alienado 1.050.000 dessas ações.

233. Segundo sua defesa, a operação foi um *collar* (compra de ações, concomitante à compra de *puts* e venda de *calls*), uma estratégia de *hedge* de 500.000 ações, feita para a proteção legítima de seu patrimônio, já que na data que a estruturou ainda tinha o direito a subscrever 3.000.000 ações dos 1º e 2º lotes do terceiro programa de opção de compra. Alegou, também, por meio de simulações de variação da cotação do papel (fl. 732) que o lucro obtido com a operação seria muito mais alto com a alta da cotação, sendo, pois, uma operação de viés altista, ao contrário do que entendeu a SEP.

234. Embora reconheça como racional o interesse do Acusado em se proteger de uma eventual queda da cotação da ação de emissão de PDG, em vista do seu direito de subscrever um



#### 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

expressivo lote a um preço fixo no programa de opção de compra da Companhia, não poderia ele, contudo, fazer tal operação de posse de informação privilegiada com elevado potencial de afetar negativamente a referida cotação. Da mesma forma, o fato de o derivativo estruturado por ele propiciar um lucro mais elevado na alta do que na queda da cotação não retira a ilicitude da operação, em vista de sua ciência das informações sigilosas, pois ele também lucraria com a queda.

235. Ao fazer a operação, João Mallet colocou-se, portanto, em uma condição de assimetria em relação às contrapartes com que operou, em flagrante infração às normas de vedação ao *insider trading*. Tomando por base a cotação de fechamento do papel do dia 04.04.2012, R\$ 6,19, o exercício das 500.000 opções de venda a R\$ 8,00 teria lhe rendido um lucro de R\$ 905.000,00, que pode ser creditado à diminuição da cotação em virtude da divulgação das informações negativas.

236. Frederico Cunha exerceu a opção de subscrever todas as 1.800.000 de ações a que teria direito dos 1º e 2º lotes do terceiro programa de opção de compra de ações. Ele alienou, entre 13.02.2012 e 09.03.2012, a totalidade das 1.800.000 ações, pelo valor de R\$ 14.175.183,50. Pelos cálculos da SEP, caso houvesse vendido pelo preço de fechamento do pregão de 04.04.2012, ele teria obtido R\$ 11.142.000,00, tendo, portanto, evitado um prejuízo de R\$ 3.033.183,50.

237. Cauê Cardoso exerceu a opção de subscrever 600.000 de ações, das 1.200.000 que poderia subscrever dos 1º e 2º lotes do terceiro programa de opção de compra de ações. Com o acréscimo de ações que possuía em carteira, ele alienou, entre 08.02.2012 e 02.03.2012, o total de 703.652 ações, pelo valor de R\$ 5.557.595,08. Pelos cálculos da SEP, caso houvesse vendido pelo preço de fechamento do pregão de 04.04.2012, ele teria obtido R\$ 4.355.606,88, tendo, portanto, evitado um prejuízo de R\$ 1.201.988,20.

238. Os argumentos de defesa de Frederico Cunha e Cauê Cardoso, relativos à origem das operações no programa de opções de compra, à recorrência de seu padrão de negócios e a manutenção de ações em carteira ou o não exercício da totalidade das opções já foram examinados e não afastam a conclusão de que ambos alienaram ações de emissão da PDG, entre janeiro e março de 2012, com a intenção de se aproveitar da posse de informação privilegiada divulgada pela Companhia em 04.04.2012.

239. As justificativas apresentadas por José Grabowsky, Michel Wurman, João Mallet, Frederico Cunha e Cauê Cardoso para as operações que realizaram entre janeiro e março de 2012 não afastaram, portanto, a conclusão de que foram feitas em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

240. No caso de Marcus Sá, que pelo que já se concluiu não teve acesso às informações sobre as revisões dos orçamentos e do *guidance* antes de sua divulgação, observa-se que ele



**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

exerceu a opção de subscrever apenas 110.000 de ações, das 1.050.000 a que teria direito do 1º lote do terceiro programa de opção de compra de ações, não tendo subscrito nenhuma das 1.050.000 a que teria direito do 2º lote. O lote subscrito foi alienado em 27.01.2012, pelo valor total de R\$ 826.345,00.

241. Ao contrário do que entendeu a SEP, observo que este comportamento foi coerente com o de alguém que não detinha informações negativas sobre a Companhia, pois utilizou apenas 2,5%, aproximadamente, do total de opções de compra que poderia ter exercido. Como ele ainda tinha o direito de subscrever 1.990.000 ações do programa de opção de compra da Companhia, o fato é que para cada 1,00 de aumento da cotação da ação ele poderia lucrar quase dois milhões de reais com a subscrição e venda dessas ações.

242. A SEP também analisou duas operações de Marcus Sá com derivativos referenciados às ações da PDG, concluindo que ele teria apostado na queda da cotação das ações. A primeira foi a venda, em 26.01.2012, de 400 mil opções de compra com vencimento em 16.04.2012, preço de exercício R\$ 8,00, por R\$ 128 mil. Como a cotação das ações estava abaixo dos R\$ 8,00 na data de exercício, ele lucrou os citados R\$ 128 mil reais.

243. Na outra operação, realizada em 03.02.2012, ele comprou 400 mil opções de venda com vencimento em 20.08.2012 e preço de exercício de R\$ 7,80 e vendeu 400 mil opções de compra com mesma data de vencimento e preço de exercício de R\$ 8,20. Com a queda da cotação, lucrou, ao fim, segundo dados da Acusação, R\$ 666.077,10.

244. Marcus Sá alega que sua estratégia de vender as opções representaria tão somente uma forma de proteção à exposição que se encontraria em relação às ações da PDG. Aponta, com razão, que a SEP se equivocou ao entender que ele teria feito as operações a descoberto, pois poderia, a qualquer momento, subscrever ações do programa de opção de compra da Companhia. Afirma, também, que devido ao preço fixo de subscrição ele ganharia mais, na verdade, com a alta da cotação.

245. Em que pese as operações com derivativos de Marcus Sá, similarmente às realizadas por João Mallet supracomentadas, conduzirem a ganhos também em caso de baixa na cotação das ações, o que de fato ocorreu, já se concluiu não haver provas de que ele dispunha, quando as realizou, de informações privilegiadas. Ademais, a segunda operação seguiu o mesmo padrão de outra que realizou um ano antes, conforme apurado pela SPS, e, por fim, o fato de ainda ter o direito de subscrever um lote substancial de ações no programa de opções de compra da Companhia faz com que ele tenha interesse legítimo em se proteger da queda da cotação do papel, de cuja alta, por sinal, ele se beneficiaria na razão de quase dois milhões de reais para cada 1,00 de aumento.



**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

246. A análise de suas operações, portanto, não alterou minha convicção quanto a ausência de infração, de sua parte, ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

**IV. CONCLUSÃO**

247. Os fatos apurados no presente processo transcorreram em um período de inflexão dos resultados da PDG. Da abertura de seu capital em 2007, até 2011, como resultado da aquisição de várias sociedades atuantes no ramo da incorporação imobiliária, como a Godfarb, CHL, e Agre, esta última integrada pela Agra, Abyara e Klabin Segall, a Companhia vinha apresentando crescentes resultados positivos em seus negócios, como pode ser observado pela evolução de seu VGV, tanto o projetado, quanto o obtido, naquele período:

**Tabela 8: Evolução do VGV da PDG entre 2007 e 2010**

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	9,01 bi

248. No mesmo diapasão, a PDG divulgou fato relevante em 14.11.2011, anunciando o *guidance* de lançamentos para 2012 para a faixa de R\$ 9-11 bilhões e, em 02.01.2012, anunciou ter atingido a faixa prevista para 2011 (9-10 bi), pois realizou lançamentos totais de R\$ 9,008 bilhões ao longo do ano.

249. Essa performance levou a Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários a emitir, em 22.02.2012, relatório aumentando o preço-alvo das ações de emissão da PDG e prevendo uma estimativa de lucro líquido de R\$ 163 milhões para o 4º trimestre de 2011 (fl.146).

250. Porém, na divulgação dos resultados do trimestre em 04.04.2012, concomitante à dos resultados de todo o exercício encerrado em 31.12.2011, a linha contínua e crescente de bons resultados da PDG se inverteu.

251. Na ocasião, a Companhia informou o reconhecimento de uma revisão de orçamentos de projetos com obras terceirizadas, no montante de R\$ 222,15 milhões, que transformou em um prejuízo de R\$ 20,377 milhões o lucro de R\$ 102,316 milhões previsto para aquele trimestre. Na mesma data, foi anunciada a revisão do *guidance* de lançamentos para 2012, anteriormente fixada em R\$ 9-11 bilhões, para a faixa de R\$ 8-9 bilhões.



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

252. A partir daí, a Companhia não conseguiu recuperar seu histórico de bons resultados, tendo anunciado em 10.06.2012 uma nova revisão para o *guidance* de lançamentos para aquele ano, desta feita para a faixa de R\$ 4-5 bilhões, e, em 14.11.2012, comunicado que não realizaria mais projeções para aquele exercício.

253. No exercício encerrado em 31.12.2012, a PDG apurou um prejuízo de R\$ 2.172.855 mil, após o lucro de R\$ 704.439 mil do exercício anterior. Para aquele resultado, contribuíram as novas revisões de orçamento procedidas pela Companhia, que totalizaram R\$1,4 bilhão no ano, dos quais aproximadamente R\$1,1 bilhão reconhecido no 4º trimestre.

254. Finalmente, em 30.11.2017 a Companhia teve seu Plano de Recuperação Judicial aprovado pela Assembleia Geral de Credores, tendo sido homologado em 06.12.2017.

255. Esse breve histórico teve como objetivo destacar a magnitude da queda sofrida pela PDG no curto período de alguns meses, entre 2011 e 2012, e ressaltar que foi justamente durante os fatos analisados no presente processo que se iniciou o notável declínio dos resultados financeiros da Companhia. Os números falam por si: uma revisão de orçamentos de cerca de R\$ 222 milhões, que transformou em prejuízo o lucro esperado para o 4º trimestre de 2012, e um decréscimo significativo na previsão de lançamentos para o ano, de R\$ 9-11 bilhões para a faixa de R\$ 8-9 bilhões, mas que, como se viu, deveria ser de R\$ 5,8-7 bilhões.

256. Os Acusados, no entanto, todos eles diretores estatutários da PDG, defenderam ao longo do processo que somente tomaram ciência do estouro de orçamentos relativo ao 4º trimestre de 2011 e da queda no nível dos lançamentos da Companhia nas últimas semanas de março de 2012.

257. A dimensão dos valores envolvidos já tornaria tal assertiva desprovida de um mínimo de razoabilidade, notadamente em relação aos diretores diretamente ligados à gestão das atividades-fim da PDG. Não é minimamente factível que a Companhia vivenciasse problemas tão graves na apuração de custos e orçamentos e sofresse uma queda tão acentuada em seus lançamentos e vendas, enquanto seus administradores estivessem completamente alheios aos fatos.

258. Essa versão, que soa irreal ao mínimo senso de ponderação, foi, contudo, objurgada por fatos e documentos analisados ao longo desse voto, tendo ficado demonstrado que a ciência dos Acusados, à exceção de Marcus Sá, dos problemas que afligiam a Companhia, eram bem anteriores à data em que, argumentam, deles tiveram conhecimento.

259. Em relação ao estouro de orçamentos oriundo de obras da Agre, conduzidas por construtoras terceirizadas, há prova documental nos autos de que ao menos desde 18.01.2012 eles eram discutidos na PDG. Quanto ao decréscimo de lançamentos e vendas, trata-se, no dizer dos próprios Acusados, de informação gerencial disponível por meio de ferramentas simples de controle, e que não poderia estar fora de seu alcance, notadamente pela magnitude dos valores envolvidos.



#### 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

260. Não obstante o conhecimento dessas informações negativas sobre a Companhia, com claro potencial de afetarem a cotação de suas ações, o Diretor Presidente, José Grabowsky, o Diretor Vice Presidente e de Relações com Investidores, Michel Wurman, o Diretor Financeiro, João Mallet, o Diretor Jurídico, Cauê Cardoso, e o Diretor de Investimentos e Acompanhamento Gerencial, Frederico Cunha, alienaram significativos lotes de ações entre janeiro e março de 2012, em infração às normas de vedação de negociação de posse de informação privilegiada.

261. Trata-se de uma das práticas mais nocivas ao funcionamento regular do mercado, que o legislador, consciente de sua gravidade, inseriu no rol dos crimes cometidos contra o mercado de capitais.<sup>30</sup> Aqui, na seara administrativa, devem todos ser condenados por infração ao art. 155, §1º da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

#### V. RESPONSABILIDADES

262. De modo a conferir a devida proporcionalidade às penas aplicadas aos Acusados, considerando também os precedentes deste Colegiado em relação a penas aplicadas a *insiders* primários, concluo pela aplicação de uma pena de multa correspondente a duas vezes o prejuízo evitado ou o lucro indevido na negociação de ações de emissão da PDG ou de derivativos nela referenciados.

263. Refuto, ademais, em linha com o que já decidi em outra ocasião,<sup>31</sup> as alegações apresentadas por alguns dos Acusados de que a vantagem econômica obtida nas operações deveria ser calculada subtraindo-se o custo incorrido com imposto de renda, taxas de corretagem e emolumentos. Primeiro, porque não há previsão legal ou infralegal de exclusão dessas despesas no cálculo da vantagem obtida. Segundo, porque tais gastos foram incorridos para a execução do ato ilícito ou, dito de outra forma, não são gastos que teriam sido realizados ainda que os Acusados tivessem optado por agir conforme a Lei. De toda forma, não é razoável extrair do art. 11, §1º, III, da Lei nº 6.385/76, o comando para que a autoridade do mercado de capitais identifique todas as despesas operacionais incorridas pelo infrator, a fim de estimar a vantagem econômica 'líquida' decorrente da infração.

264. Acrescento, por fim, que todos os precedentes desta CVM relativos a ilícitos diversos no mercado de capitais (como manipulação de preços, *insider trading*, operações fraudulentas, etc.) não excluem essas despesas para a identificação da vantagem econômica auferida.

---

<sup>30</sup> Lei nº 6.385/76: Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: (Artigo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001). Pena- reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

<sup>31</sup> PAS CVM nº 2016/7192, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 13.03.2018



**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

265. Da mesma forma, não acato as alegações de que o lucro efetivamente obtido nas operações deveria ser calculado pela diferença entre o preço de venda e o de subscrição das ações no programa de opções de compra da Companhia, pois, a se considerar assim, não seria computado, nesse lucro, a parcela de queda da cotação causada pelo anúncio das informações negativas, parcela esta que eventuais contrapartes podem ter suportado.

266. Dessa forma, segundo apurado no curso desse voto, José Grabowsky, Michel Wurman, João Mallet, Cauê Cardoso e Frederico Cunha obtiveram, nas operações que realizaram na posse de informações privilegiadas, os ganhos relacionados na tabela a seguir, que traz também a atualização monetária dos valores, para outubro de 2018, pelo IPC-A (IBGE):

**Tabela 9: Ganho auferido nas operações**

Acusado	Benefício Auferido	Inflação do período mai/2012 - set/2018 <sup>32</sup>	Benefício Auferido Atualizado	Multa x2
José Grabowsky	R\$ 4.571.093,59	46,52936%	R\$ 6.697.994,18	R\$ 13.395.988,36
Michel Wurman	R\$ 3.980.112,92		R\$ 5.832.033,99	R\$ 11.664.067,98
Cauê Cardoso	R\$ 1.201.988,20		R\$ 1.761.265,62	R\$ 3.522.531,23
Frederico da Cunha	R\$ 3.033.183,50		R\$ 4.444.504,37	R\$ 8.889.008,74
João Mallet	R\$ 2.219.845,34		R\$ 3.252.725,17	R\$ 6.505.450,34
	R\$ 905.000,00		R\$ 1.326.090,71	R\$ 2.652.181,42

267. Do exposto, com base no art. 11, II, da Lei nº Lei nº 6.385/76, voto pelas seguintes condenações:

a) José Antonio Tornaghi Grabowsky, na qualidade de Diretor Presidente da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações, por infração ao art. 155, §1º da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, à penalidade de R\$ 13.395.988,36, pela negociação de ações de emissão da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações de posse de informação relevante, ainda não divulgada ao mercado.

b) Michel Wurman, na qualidade de Diretor Vice Presidente e de Relações com Investidores da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações, por infração ao art. 155, §1º da Lei nº 6.404/1976 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, à penalidade de R\$ 11.664.067,98, pela negociação de ações de emissão da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações de posse de informação relevante, ainda não divulgada ao mercado.

<sup>32</sup> Fonte: <https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADA0/publico/corrigirPorIndice.do?method=corrigirPorIndice>



**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

c) João Miguel Mallet Racy Ferreira, na qualidade de Diretor Financeiro da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações, por infração ao art. 155, §1º da Lei nº 6.404/1976 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, à penalidade de R\$ 9.157.631,76, pela negociação de ações de emissão da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações e de derivativos nela referenciados de posse de informação relevante, ainda não divulgada ao mercado.

d) Cauê Castello Veiga Innocêncio Cardoso, na qualidade de Diretor Jurídico da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações, por infração ao art. 155, §1º da Lei nº 6.404/1976 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, à penalidade de R\$ 3.522.531,23, pela negociação de ações de emissão da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações de posse de informação relevante, ainda não divulgada ao mercado.

e) Frederico Marinho Carneiro da Cunha, na qualidade de Diretor de Investimentos e Acompanhamento Gerencial da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações, por infração ao art. 155, §1º da Lei nº 6.404/1976 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, à penalidade de R\$ 8.889.008,74, pela negociação de ações de emissão da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações de posse de informação relevante, ainda não divulgada ao mercado.

268. Voto, também, pela absolvição de Marcus Vinícius Medeiros Cardoso de Sá, Diretor Administrativo Operacional da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações, da infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

269. Por fim, proponho comunicar o resultado deste julgamento à Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro, em complemento ao Ofício/CVM/SGE/Nº 41/2014 (fl. 470).

É o voto.

Rio de Janeiro, 13 de novembro de 2018.

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR RELATOR