



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 19957.007727/2018-84

Reg. Col. nº 1440/19

Acusados: Grazziotin S.A.

Marcus Grazziotin

Assunto: Apurar responsabilidade por supostas aquisições indevidas, no âmbito das compras de 188.900 ações CGRA3 e 342.200 ações CGRA4 de emissão da Grazziotin S.A., realizadas no período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação do 2º Formulário de Informações Trimestrais de 2017.

Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) para apurar eventuais responsabilidades de:

(i) **Grazziotin S.A.** (“Grazziotin” ou Companhia”), por infração ao art. 13, §4º, da Instrução CVM (“ICVM”) nº 358/02¹ em razão da aquisição de 531.100 ações de sua própria emissão durante o período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação do 2º Formulário de Informações Trimestrais de 2017 (“2º ITR/2017”); e

(ii) **Marcus Grazziotin** (em conjunto à Companhia, “Acusados”), na qualidade de Diretor Vice-Presidente da Grazziotin S.A., por infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02, em razão da aquisição, em nome da Grazziotin, de 531.100 ações da Companhia durante o período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação do 2º ITR/2017.

¹ A Instrução CVM nº 358/02 foi revogada pela Resolução CVM nº 44/2021.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

2. O presente processo originou-se do Processo Administrativo CVM nº 19957.004581/2018-15, conduzido pela Gerência de Acompanhamento de Empresas 4 (“GEA-4”) vinculada à Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”), por meio do qual foi proposta a instauração de peça acusatória, tendo por objeto a análise de eventuais irregularidades nas negociações de ações preferenciais e ordinárias de emissão da Grazziotin, realizados em nome da própria Companhia, dentro do período de vedação previsto no §4º do art. 13 da então vigente ICVM nº 358/02.

II. DOS FATOS

3. Em 24.04.2018, a Gerência de Acompanhamento de Empresas 2 (“GEA-2”), por meio do Ofício nº 131/2018/CVM/SEP/GEA-2 (“Ofício nº 131”)², solicitou esclarecimentos à Diretora de Relações com Investidor da Companhia, Sra. R.G. (“DRI”), sobre as negociações de 28.07.2017 identificadas pela base de dados da CVM de ações ordinárias e preferenciais de emissão da Grazziotin.

4. Na ocasião, a Companhia operou em nome próprio, em 28.07.2017, apenas algumas horas antes de divulgar o 2º ITR/2017.

5. Tais negociações teriam resultado na compra de 188.900 ações CGRA3 e 342.200 ações CGRA4, totalizando a movimentação financeira de R\$ 11.773.993,00³.

6. Em resposta ao Ofício nº 131, a DRI declarou que a Companhia operava em cumprimento à meta prevista no plano de recompra de ações de sua emissão, aprovado em 14.06.2017 em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária (“Plano de Recompra de

² Doc. 0576479, p. 1.

³ Segundo o Termo de Acusação, as ações CGRA3 e CGRA4 teriam sido negociadas, respectivamente, aos preços de R\$ 21,95 (totalizando R\$ 4.146.355,00) e R\$ 22,29 (montante igual a R\$ 7.627.638,00).



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

Ações”), e em conformidade com o art. 13, §7º, da ICVM nº 568/2015⁴, então vigente⁵, e que o Plano de Recompra de Ações contemplava as condicionantes previstas nos arts. 15 e 15-A da referida Instrução.

7. Em tese, o Plano de Recompra de Ações foi aprovado e programado para ocorrer entre 01.07.2017 e 15.12.2017, de modo que a aquisição das ações, intermediada pela corretora O.G.F.C.V., culminaria no automático cancelamento delas por parte da Companhia.

8. A DRI da Companhia também respondeu ao questionamento da GEA-2 quanto ao atraso na divulgação do 2º ITR/2017, que incluía informações referentes às negociações questionadas, tendo alegado que “*os Formulários de Valores Mobiliários Negociados e Detidos do mês referente às negociações questionadas (07/2017), só foram apresentados após a liquidação das operações, fato ocorrido em 02/08/2017; quando do retorno realizado pela [O.G.F.C.V.] e pelo custodiante [B.I.S.A.]*”⁶.

9. A área técnica da CVM também solicitou o envio dos documentos referentes à composição da Diretoria da Companhia desde abril de 2017 e a qualificação e manifestação do diretor responsável pela execução dos negócios de compra das ações de própria emissão da Grazziotin a respeito dos fatos objeto da referida apuração, que foi indicado pela DRI com sendo o acusado Marcus Grazziotin, Diretor Vice-Presidente da Companhia.

10. Em resposta à solicitação, Marcus Grazziotin se manifestou no sentido de que **(i)** a ordem de compra estava em curso em razão do Programa de Recompra de Ações; **(ii)** houve significativa oferta de ações no mercado, dentro dos limites de valores e quantidades estabelecidos pelo Programa de Recompra de Ações; **(iii)** a O.G.F.C.V., corretora envolvida nas negociações, sugeriu a oferta através do procedimento especial de leilão para compra de

⁴ “Art. 13. §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 os procedimentos previstos no art. 15-A.”

⁵ A Instrução CVM nº 568/2015 foi revogada pela Resolução CVM nº 80/22.

⁶ Doc. 0576479, p. 5.



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

ações, a qual teria afirmado a ocorrência de consulta prévia junto a esta CVM quanto à licitude das operações; e (iv) acreditava-se ser lícita as operações com base no §7º do art. 13 da ICVM nº 568/2015, bem como pelo cumprimento das condicionantes estabelecidas pelos arts. 15 e 15-A da referida Instrução.

11. Após análise das informações reunidas pelo Ofício nº 131 e contidas no Relatório nº 99/2018-CVM/SEP/GEA-2⁷, a SEP lavrou, em 05.09.2018, primeira peça acusatória⁸, imputando responsabilidade pelas negociações tanto aos Acusados como a Sra. R.G., na qualidade de DRI da Companhia, a qual celebrou Termo de Compromisso junto à CVM⁹.

12. Tendo em vista o cumprimento de Termo de Compromisso firmado entre aquela DRI e a CVM¹⁰, a SEP elaborou, em 29.07.2019, segunda peça acusatória (“Termo de Acusação”)¹¹.

III. DA ACUSAÇÃO

13. Em primeiro plano, a área técnica da CVM, com base no disposto no §4º do art. 13 da ICVM nº 358/02, sustentou a impossibilidade de aplicação da exceção trazida na parte final do dispositivo no que tange ao art. 15-A, levantado pela Companhia.

14. A SEP apontou que a exceção à aludida vedação de negociação prevista no art. 15-A aplica-se no âmbito de plano individual de investimento, nos moldes de seus §§ 1º e 2º, de forma que haja, obrigatoriamente, “*cronograma definindo datas específicas para a realização dos negócios, onde a decisão negocial é tomada em momento anterior e meramente cumprida quando da negociação futura*”.

15. No caso concreto, o Programa de Recompra de Ações não se aplicaria ao plano

⁷ Doc. 0576479, p. 15.

⁸ Doc. 0583478.

⁹ Doc. 0811013.

¹⁰ Docs. 0855632.

¹¹ Doc. 0808451.



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

individual de investimento, na medida em que o primeiro se diferencia do segundo por estabelecer apenas um prazo de vigência, “dotando o agente de ampla discricionariedade com relação às datas para a realização dos negócios, razão pela qual não é, e nem poderia ser, uma exceção à vedação de que trata o art. 13, §4º da ICVM 358/02”.

16. Dito isso, a área técnica concluiu que o enquadramento, a que se refere a Companhia, na exceção imposta pelo §4º do art. 13 da ICVM nº 358/02, subordina-se, impreterivelmente, às demandas instituídas nos §§ 1º e 2º do art. 15-A da ICVM nº 568/2015, tais como a prévia formalização dos termos das negociações futuras e suas datas de execução. Desse modo, seria possível retirar do beneficiário do plano a discricionariedade sobre o momento e o valor dos investimentos a serem feitos, alcançando o propósito da referida Instrução.

17. No entanto, na análise da SEP, o Plano de Recompra de Ações da Graziotin não viabilizaria tal retirada de discricionariedade do agente, de modo que previa apenas seu prazo de vigência, logo, não cumprindo os requisitos a que se refere o art. 15-A da Instrução supramencionada e, portanto, não caracterizando um plano de investimento individual.

18. Outro ponto destacado pela Acusação diz respeito ao intervalo de confiança¹² concernente à cotação das ações CGRA3 e CGRA4, negociadas supostamente no período de vedação. Segundo a SEP, houve oscilação atípica dos papéis justamente no fechamento do primeiro pregão após a divulgação do ITR (31.07.2017), de modo que, naquela ocasião, as ações ordinárias fecharam em alta de 5,2% e as preferenciais, de 4,8%, enquanto o Ibovespa fechou em leve alta de 0,6%.

19. Desse modo, considerando que a Companhia comprou, em 28.07.2017, 188.900 ações ordinárias ao preço médio de R\$ 21,95 e 342.200 ações preferenciais ao preço médio de R\$ 22,29, movimentando um total de R\$ 11.773.993,00, caso tivesse o feito no pregão posterior a divulgação do 2º ITR/2017, em 31.07.2017, teria as comprado por R\$ 23,78 e R\$

¹² A SEP esclareceu que o intervalo de confiança se refere ao histórico de determinada variável, na hipótese de uma distribuição normal, em 95% das vezes os valores ocorreram dentro dos limites do intervalo de confiança. Na ocasião de se analisar o comportamento de determinado valor mobiliário, caso a variável em questão esteja fora do intervalo especificado em 95%, estará estatisticamente caracterizada a atipicidade, haja vista que tal comportamento se dá em apenas 5% das observações.



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

24,35, desembolsando R\$ 12.824.612,00. Portanto, a Companhia teria obtido uma vantagem econômica de R\$ 1.050.619,00 com as referidas aquisições das ações de sua emissão.

20. A atipicidade alegada pela Acusação depreende-se da tabela abaixo, extraída do Termo de Acusação:

	CGRA3	CGRA4
Preço médio de fechamento (média de 60 pregões anteriores a 31.07.2017)	RS 20,91	RS 21,45
Desvio padrão	RS 1,30	RS 1,30
Limite superior ao intervalo de confiança (95%)	RS 23,51	RS 24,07
Limite inferior ao intervalo de confiança (95%)	RS 18,31	RS 18,83
Valor de fechamento 31.08.2017	RS 23,91	RS 24,32

21. A SEP acrescentou, ainda, que a eventual ausência de vantagem econômica obtida no âmbito das compras pela Companhia não exime os Acusados da responsabilização proposta neste PAS, uma vez que “a realização de lucro ou qualquer outra vantagem não é requisito para configurar o uso indevido de informação privilegiada”¹³.

22. A área técnica da CVM também constatou ausência de comprovação quanto à declaração de Marcus Grazziotin de que uma consulta junto a esta autarquia teria incorrido na decisão de operar as negociações questionadas.

23. Ademais, acrescentou o entendimento exarado da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE-CVM”) de que, além do responsável pela emissão das ordens, a acusação de violação ao art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02 deve recair também sobre a Companhia, por ser a efetiva destinatária do comando em questão e por ter sido quem realizou as operações questionadas. Por conseguinte, o responsável pela execução da ordem de compra de ações teria sido Marcus Grazziotin, conforme indicado pela Companhia em resposta ao Ofício nº 131, motivo pelo qual também deveria ser responsabilizado.

24. Por fim, a SEP entendeu ser pertinente imputar a Marcus Grazziotin, na qualidade

¹³ Trecho extraído do Termo de Acusação, doc. 0808451, §27. A área técnica também salientou o entendimento do Colegiado sobre o assunto, citando o PAS CVM nº RJ2012/13047.



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 Diretor Vice-Presidente da Companhia em exercício à época dos fatos e responsável pela autorização, em nome da Grazziotin, das negociações feitas, o ilícito do art. 155, §1º, da Lei 6.404/76, pelo uso de informação privilegiada no âmbito das negociações de 28.07. 2017.

IV. PARECER DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À CVM

25. A PFE-CVM emitiu o Parecer nº 00136/2018/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU¹⁴, conforme o art. 9º da Deliberação CVM nº 538/2008, em termos que concluiu pela conformidade do Termo de Acusação aos ditames previstos nos arts. 6º e 11 da referida norma.

V. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

26. Em 10.10.2018 a Companhia apresentou proposta de termo de compromisso¹⁵, em que propôs (i) pagar, a título de indenização, no valor de até R\$ 100.000,00 (cem mil reais) em parcela única; (ii) instituir programas preventivos na Companhia, visando a instrução e a revisão dos métodos e processos praticados por seus administradores e conselheiros, no que tange à observância das normas disciplinadoras das operações no mercado de capitais, bem como estabelecer procedimentos internos de controle para garantir a inoccorrência de situações análogas; e (iii) revisar os procedimentos e instruir os colaboradores da Companhia responsáveis pela apresentação e divulgação dos formulários e demais informações ao mercado, através dos sistemas informatizados, sobretudo quanto à operação junto ao Sistema “Empresas.Net” disponibilizado às companhias.

27. Em sua análise, a PFE-CVM¹⁶ defendeu a insuficiência dos termos propostos, sugerindo o *quantum* indenizatório correspondente ao triplo da vantagem econômica auferida devido ao inegável dano difuso sofrido pelo mercado, conforme parecer exarado nos autos do PAS CVM nº RJ 2015/6124 e tendo em vista o art. 11, §1º, III, da Lei nº

¹⁴ Doc. 0612955.

¹⁵ Doc. 0615170.

¹⁶ Doc. 0651987.



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

6.385/76.

28. Em vista ao Despacho nº 00655/2018/PFE-CVM/PFE-CVM/PGF/AGU¹⁷, concluiu-se pela necessidade de comunicação ao Ministério Público Federal face à presença de indício de materialidade e autoria do crime tipificado no art. 27-D da Lei nº 6.385/76.

29. Decorrente da decisão adotada pelo Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”), em 08.01.2019¹⁸, a Grazziotin, em conjunto com Marcus Grazziotin, apresentaram nova proposta de termo de compromisso¹⁹, em que propuseram, propondo, desta vez (i) o pagamento, por parte de Grazziotin, no valor de R\$ 1.050.619,00, em parcela única, correspondente ao suposto lucro auferido; e (ii) o pagamento, por parte de Marcus Grazziotin, no valor de R\$ 70.000,00, considerando que este teria agido de boa-fé.

30. O CTC, em 26.02.2019²⁰, sugeriu o aprimoramento da proposta, de modo que (i) o pagamento, por parte de Marcus Grazziotin, corresponda a duas vezes o suposto lucro auferido, atualizado pelo IPCA, a partir de 31.07.2017 até seu efetivo pagamento; e (ii) o pagamento, por parte de Grazziotin, corresponda ao suposto lucro auferido, atualizado pelo IPCA, a partir de 31.07.2017 até seu efetivo pagamento.

31. Não tendo havido concordância quanto aos valores referentes à proposta de termo de compromisso²¹, o CTC propôs ao Colegiado da CVM²² a rejeição da proposta dos Acusados.

32. Seguindo o parecer do CTC, o Colegiado da CVM, por unanimidade²³, deliberou rejeitar as propostas de termo de compromisso apresentadas por Grazziotin e Marcus

¹⁷ Doc. 0651987, p. 7.

¹⁸ Doc. 0666036.

¹⁹ Doc. 0672267.

²⁰ Docs. 0704727 e 0731455.

²¹ Doc. 0731437.

²² Doc. 0780158.

²³ Doc. 0799439



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

Grazziotin.

VI. RAZÕES DE DEFESA

33. Devidamente intimados²⁴, os Acusados, em conjunto, requereram a prorrogação do prazo para apresentação de defesa, com base no art. 29 da Instrução CVM nº 607²⁵, termos em que a SEP o deferiu²⁶. Assim, em 09.10.2019²⁷, apresentaram tempestivamente suas razões de defesa.

34. Em sede preliminar, arguíram a ilegitimidade passiva de Marcus Grazziotin, na medida em que para imputar tal conduta ao acusado, este teria de ter se utilizado da Companhia como meio a um fim estranho à Companhia e que a conduta tivesse lhe trazido alguma vantagem pessoal, o que não teria ocorrido no caso concreto. Acrescentaram que reconhecem a técnica regulatória desta CVM de criar “*centros de imputação de responsabilidade, [em que] confere a prática de determinado ato à competência de um diretor, que responderá diretamente por ele*”, mas que tal prática nunca foi adotada para casos de *insider trading*, ocasião em que invocou o art. 13 da ICVM nº 358/02 para sustentar que “*o ato normativo aborda a possibilidade de o ilícito ser cometido pela companhia, não tratando da eventual responsabilização dos administradores nessa hipótese*”.

35. Atrelado a isto, argumentaram que se houvesse ilícito de *insider* no caso em tela, este teria sido praticado somente pela Companhia, uma vez que era a Grazziotin quem detinha a informação supostamente relevante, assim como foi ela quem adquiriu os papéis no período questionado e teria sido também a única beneficiada pela operação. Além disso, segundo os Acusados, as ordens de compra teriam sido dadas exclusivamente pela Companhia e que Marcus Grazziotin, enquanto diretor vice-presidente, apenas representava a vontade da Grazziotin, não podendo confundir a personalidade jurídica dos sócios e

²⁴ Docs. 0815579, 0829471, 0815584 e 0829987.

²⁵ Doc. 0831377.

²⁶ Doc. 0835942.

²⁷ Doc. 0858729.



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

administradores com a da sociedade empresária.

36. No mérito, em relação à imputação do art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, atribuído somente a Marcus Grazziotin, a defesa sustentou que não foram preenchidos os requisitos indispensáveis e cumulativos para a imputação do *insider trading*, previstos nos §§1º e 4º do artigo supra, tais quais **(i)** a relevância da informação utilizada; **(ii)** o meio de acesso à informação ter sido privilegiado; **(iii)** a negociação ter sido efetuada com base no conhecimento da informação privilegiada; e **(iv)** o uso da informação visando obter vantagem para si ou para outrem.

37. Para sustentar sua tese, argumentaram, em suma, que:

- (i)** os dispositivos legais indicados pela Acusação não pressupõem vedação absoluta à negociação de ações durante o período previsto no art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02, termos em que se deve interpretá-los como presunção relativa do uso indevido de informação pelo agente;
- (ii)** as informações constantes no 2º ITR/2017 não poderiam influir de modo ponderável na cotação as ações negociadas pela Companhia;
- (iii)** a compra das ações teve por fundamento uma oportunidade negocial decorrente de prévias tratativas com as partes envolvidas; e
- (iv)** as negociações ocorreram no âmbito do Plano de Recompra de Ações, aprovado em assembleia e, portanto, provido de boa-fé, sem intenção de obtenção de vantagem indevida pelos Acusados.

38. No que tange a vedação absoluta a que se refere a Acusação, invocar o §4º do art. 13 da ICVM nº 358/02 configuraria restrição ao preceito legal regulamentado, termos em que a autarquia não teria poderes ilimitados para tal, com base no art. 8º da Lei nº 6.385/76.

39. Dito isso, argumenta que a interpretação do art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02 deve ser analisado sob a ótica do art. 155, §§1º e 4º da Lei nº 6.404/76, de modo que o “*período de vedação deveria ser entendido como um mecanismo de auxílio à Autarquia no desempenho de suas funções fiscalizatória e punitiva*”, constituindo-se, portanto, uma vedação relativa, termos em que se torna imprescindível que sejam satisfeitos todos os requisitos dos §§1º e 4º do art. 155 da Lei das S.A. para que se caracterize o ilícito de *insider trading*²⁸.

²⁸ A defesa fez menção a precedentes tais como os PAS CVM nº RJ2010/1666 e PAS CVM nº RJ2015/13651.



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

40. Por consequência, a defesa afastou os requisitos do *insider* alegando, primeiramente, que as informações constantes no 2º ITR/2017 não teriam influído de modo relevante na cotação das ações negociadas, uma vez que os indicadores da Grazziotin S.A. não sofreram grandes modificações em comparação ao ano anterior. Alguns desses indicadores incluíam a margem EBITDA, a estrutura do capital e o endividamento Companhia.

41. Além disso, argumenta que a análise feita no Termo de Acusação quanto à oscilação atípica dos papéis CGRA3 e CGRA4 teria sido equivocada, pois as circunstâncias que levaram a tal não podem ser mensuradas com precisão. Relata, ainda, que o volume adquirido pela Companhia no dia 28.07.2017 tinha capacidade de contribuir para a alta das cotações mencionadas pela Acusação, uma vez que os ativos da Companhia são, por natureza, ilíquidos.

42. Adiciona, ainda, que além das negociações terem se iniciado antes do período de vedação, a compra teria tido por fundamento uma oportunidade negocial, oferecida pela corretora O.G.F.C.V, em que, decorrente da baixa liquidez do ativo, acredita-se que não teria sido possível uma nova operação tão benéfica para a Companhia em termos de tempo e ganho financeiro.

43. A defesa esclareceu também que Marcus Grazziotin teria questionado a corretora, por diversas vezes, sobre a regularidade da operação, termos em que defende a ausência de intenção dos defendentes em obter eventuais vantagens com as negociações. Argumenta, ainda, que, diferente do que se espera da conduta padrão do *insider trading*, em que se revende os ativos para se obter lucro, o conselho de administração, integrado por Marcus Grazziotin, teria aprovado, em 05.04.2018, o cancelamento das ações adquiridas. Para fortalecer o argumento, a defesa atentou para o fato de que no mesmo período em que se deliberou pelo cancelamento das ações, os preços dos papéis estariam entre 9% e 6% maiores, de modo que sua venda resultaria em considerável lucro à Companhia.

44. Ademais, a defesa destacou o princípio da proporcionalidade ao solicitar que o Colegiado da CVM observe um possível erro de proibição por parte dos Acusados, na medida em que ambos agiram conforme orientação da corretora O.G.F.C.V, acreditando estarem em conformidade com as normas pertinentes.



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

45. Por fim, argumentou que, diferente das operações usualmente realizadas em bolsa, em que as contrapartes não são conhecidas, acarretando possíveis danos difusos, no caso concreto houve prévias negociações entre as partes e que nenhuma delas ofereceu reclamação à CVM, fato que deve ser levado em conta na hipótese em que o Colegiado entenda ser aplicável multa pecuniária aos Acusados. Do mesmo modo, esta CVM foi provocada a observar que diferente do que se pode considerar quanto à Companhia, Marcus Grazziotin não obteve lucro com as operações, fato que deverá ser sopesado em sua eventual culpabilização.

VII. MANIFESTAÇÃO TÉCNICA COMPLEMENTAR DA SEP ACERCA DAS RAZÕES DE DEFESA

46. A área técnica da CVM se manifestou por meio do Relatório nº 120/2019-CVM/SEP/GEA-4²⁹ acerca das razões de defesa dos Acusados.

47. Em sua análise, a SEP rechaçou o argumento da defesa de que Marcus Grazziotin não teria legitimidade para configurar o polo passivo do presente PAS, arguindo que, com base na acusação imputada a Marcus Grazziotin, de infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02, e tendo em vista precedente exarado pela PFE-CVM³⁰, “além do responsável pela emissão das ordens, a acusação de violação ao art. 13, §4º da Instrução CVM nº 358/02 deve recair também sobre a própria companhia, por ser a efetiva destinatária do comando em questão e por ter sido quem realizou as operações questionadas”.

48. A SEP também questionou que a manutenção de determinados índices financeiros de um exercício para o outro não significa ausência de informações relevantes ou que seus dados já teriam sido antecipados pelo mercado. Argumentou-se com base em precedente da CVM, no sentido de que “a presunção de relevância das informações contidas nas demonstrações financeiras somente é vencida por contraindícios fortes, como, por exemplo,

²⁹ Doc. 0908849.

³⁰ PAS CVM nº 22/04, j. 20.05.2007; PAS CVM nº RJ2003/5677, j. 28.01.2005; PAS CVM nº 17/02, j. 25.10.2005; PAS CVM nº 06/03, j. 14.09.2005.



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

*a demonstração fundamentada de que os dados da demonstração financeira eram razoavelmente antecipados pelo mercado e estavam refletidos na cotação do papel*³¹.

49. Dito isso, acrescentou que em consulta ao relatório da administração do 2º ITR/2017, a administração da Grazziotin apresentou outros dados favoráveis e relevantes, tais como **(i)** crescimento de receita bruta de 11,7%; **(ii)** lucro bruto de R\$ 63,6 milhões no 2º trimestre de 2017 e alta de 13% em relação ao 2º trimestre de 2016; **(iii)** lucro líquido de R\$ 19,7 milhões no 2º trimestre de 2017 e crescimento de 3,5% sobre o 2º trimestre de 2016; e **(iv)** EBITDA do 2º trimestre de 2017 foi de R\$ 25.358 milhões, um crescimento de 11% em relação ao 2º trimestre de 2016, em que se teve o resultado de R\$ 22.841 milhões.

50. Em relação à impossibilidade de prever os motivos que levaram às oscilações dos papéis da Companhia, a SEP sustentou, com base em precedente da CVM, que “[e]specificamente com relação ao comportamento do papel no pregão posterior à divulgação da informação, vale ressaltar o entendimento já consolidado nessa casa de que a oscilação, positiva ou negativa, não é determinante para a análise”³².

51. A área técnica também pontuou que, embora a defesa tenha logrado êxito em demonstrar que as negociações para compra das ações de emissão da Companhia tenham se iniciado antes do período de vedação, a busca por um vendedor e a efetiva negociação da operação ocorreu entre 24 e 28.07.2017, durante o período de vedação previsto no art. 13 da ICVM nº 358/02.

52. Argumentou-se, ainda, que não foi demonstrada de maneira contundente a necessidade de urgência para realização das operações, de modo que a Grazziotin poderia ter aguardado alguns dias para concretizar as operações que havia negociado.

53. Concluíram que a própria defesa deixa claro que Marcus Grazziotin tinha conhecimento do dever imposto pelo art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e pelo art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02, tanto que teria questionado diversas vezes a corretora quanto à regularidade das operações. A esse respeito, a Acusação adicionou que “os administradores

³¹ PAS CVM nº RJ2015/13651, citação extraída do voto do Diretor Gustavo Gonzalez.

³² PAS CVM nº RJ2015/13651, citação extraída do voto do Diretor Gustavo Gonzalez.



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

das companhias abertas são pessoalmente responsáveis pelo cumprimento dos deveres e responsabilidades impostos pela Lei nº 6.404/76 e pelas normas da CVM, não cabendo a terceiros eximi-los de tal responsabilidade”.

54. Por fim, sustentou que o cancelamento das ações, assim como a ausência de obtenção de lucro com uma eventual revenda, não seria suficiente para descaracterizar o ilícito, na medida em que (i) a Companhia se beneficiou das operações, gastando menos recursos para adquirir determinada quantidade de ações em 28.07.2017 do que teria despendido em 31.07.2017, após a divulgação do 2º ITR/2017; e (ii) o resultado da operação não é determinante para a comprovação da infração.

VIII. RESPOSTA DA DEFESA À MANIFESTAÇÃO DA SEP

55. Em resposta à manifestação técnica complementar da SEP³³, os Acusados reiteraram a ilegitimidade passiva de Marcus Grazziotin, uma vez que os administradores devem ser considerados como um órgão da Companhia, representando as vontades desta e não de sua própria pessoa.

56. Em complemento, defenderam a interpretação do art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 no sentido de que somente deverá se admitir a responsabilização dos administradores que praticam o ilícito em nome próprio ou quando comprovado que aquele utilizou a sociedade com um artifício, tendo o ato ilegal sido cometido pela pessoa física.

57. Além disso, reiteram a presunção relativa quanto à vedação que se refere o §4º do art. 13 da ICVM nº 358/02, de modo que não se pode enquadrar a prática de *insider trading* sem que estejam presentes todos os quatro elementos fundamentais à sua caracterização.

58. Reforçam, ainda, que as informações financeiras expostas nas razões de defesa e rebatidas pela SEP em sua manifestação técnica complementar poderiam ter sido “razoavelmente antecipadas pelo mercado, não se configurando como relevantes” e que por isso o 2º ITR/2017 não teria caráter relevante para caracterizar o ilícito do *insider trading*. Ademais, indicaram que a baixa liquidez das ações de emissão da Grazziotin foi responsável

³³ Doc. 0934235.



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

pela oscilação dita como atípica dos papéis CGRA3 e CGRA4 após a Companhia ter comprado grande volume delas no âmbito do Programa de Recompra de Ações.

59. Quanto ao argumento da SEP de que a operação de compra das ações poderia ter sido feita posteriormente ao período de vedação, a defesa reforçou que *“não era tarefa fácil encontrar vendedores de grande bloco de ações – sobretudo por preços compatíveis com os de mercado – para poder executar o Programa de Recompra instituído em benefício da Companhia e de seus sócios (...) [c]ontudo, em 28.07.2017 (...) a Companhia finalmente encontrou acionistas dispostos a alienar significativa participação societária a preços iguais aos praticados na Bolsa”,* razão pela qual restaria evidenciada a *“necessidade de imediato aproveitamento daquela oportunidade negocial decorria, justamente, do caráter ilíquido dos papéis”*.

60. No que pese ao argumento da área técnica na manifestação técnica complementar da SEP de que Marcus Grazziotin teria questionado a corretora quanto à licitude das operações porque tinha ciência de seus deveres, impostos pelos dispositivos legais dos quais é acusado, a defesa sustentou que *“[n]ão se costuma indagar sobre o que já se sabe; pelo contrário, com perguntas, busca-se uma resposta para o que se desconhece. (...) o verdadeiro insider pratica o ato ilícito na espreita (...) [e] certamente não se expõe ao risco de indagar, mais de uma vez, sobre a regularidade de sua conduta, como foi feito”*.

61. Argumentaram que a boa-fé de que se argui, atrelada à ausência de dolo na conduta, devem ser sopesados quando no enquadramento do tipo que se imputa aos Acusados, de modo que, *“[t]ivessem o Sr. Marcus Grazziotin e a Companhia efetivamente a intenção de auferir vantagem indevida com a operação questionada neste PAS, não teriam eles optado pelo cancelamento das ações em 01.03.2018, preferindo a sua venda com lucro superior à diferença do preço das ações entre 31.07.2017 e 28.07.2017”*.

62. Por último, mantiveram a hipótese de erro de proibição dos Acusados, assim como a ausência de obtenção de benefício por parte de Marcus Grazziotin e afastaram os danos difusos ao mercado, levantados pela Acusação.

IX. NOVA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO



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

63. Em 07.11.2022 os Acusados propuseram, novamente, a celebração de Termo de Compromisso³⁴, em termos que Marcus Grazziotin e Grazziotin comprometeram-se a pagar, cada um, o correspondente ao suposto lucro auferido com as operações ora analisadas, no valor de R\$ 1.050,619,00, atualizado pelo IPCA.

64. A proposta de termo de compromisso foi remetida à PFE-CVM³⁵, que analisou a legalidade da proposta, nos termos do art. 84 da Resolução CVM nº 45/21, tendo apontado que a nova proposta apresentada sequer retratou aquilo que entendeu o CTC em sua última reunião de negociação, adicionando que, *“face ao que preceitua o art. 84 da Resolução CVM nº 45/2021, considerando que a proposta (i) é extemporânea, (ii) apresentada após mais de 3 anos da decisão de rejeição da proposta anterior, (iii) com a consequente retomada do processo administrativo sancionador, já tendo sigo esgotada a fase de defesa e encaminhando-se para a fase de julgamento, e, (iv) sobretudo, em condições que sequer se encontram aderentes aos parâmetros já definidos pelo CTC e acolhidos pelo Colegiado em 2019, não parece se estar diante de situação excepcional que atenda ao interesse público e, portanto, a autorizar a apreciação de nova proposta pela Autarquia. Sequer aqui se vislumbra uma das principais finalidades do termo de compromisso, que é justamente a economia processual e a eficiência administrativa”*.

65. Diante do exposto, a PFE-CVM opinou pela ausência dos pressupostos que autorizassem a adoção de solução consensual pela Administração Pública.

66. Em manifestação exarada em 03.01.2023, a defesa solicitou a retirada de sua intenção em celebrar o termo de compromisso proposto³⁶.

X. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO E PAUTA DE JULGAMENTO

67. Em reunião do Colegiado de 03.12.2019, o Diretor Henrique Machado foi designado como relator deste processo. Entretanto, tendo em vista o término de seu mandato,

³⁴ Doc. 1657362.

³⁵ Docs. 1666562 e 1669320.

³⁶ Doc. 1682217.



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

o processo foi redistribuído temporariamente para a relatoria do Diretor Gustavo Gonzalez, em reunião do Colegiado de 12.01.2021, nos termos do art. 9º da Deliberação CVM nº 558/08 c/c art. 33 da Instrução CVM nº 607/19.

68. O presente PAS foi novamente redistribuído em reunião do Colegiado de 09.03.2021 para o Diretor Marcelo Barbosa, nos termos do 9º da Deliberação CVM nº 558/08 c/c art. 33 da Instrução CVM nº 607/19.

69. Em 09.09.2021 o Diretor Fernando Galdi foi designado como novo relator. Contudo, o presente PAS foi redistribuído para minha relatoria, em reunião do Colegiado ocorrida em 11.01.2022, nos termos do art. 34 da Resolução CVM nº 45/2021³⁷.

70. Em 14.03.2024, o PAS foi pautado para julgamento na sessão de 09.04.2024³⁸. Em 01.04.2024, o PAS foi retirado de pauta *sine die*³⁹, tendo, em 03.05.2024, sido publicada pauta de julgamento no Diário Eletrônico da CVM⁴⁰, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 27 de maio de 2024.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor Relator

³⁷ Doc. 1424259.

³⁸ Doc. 1998136.

³⁹ Doc. 2008840.

⁴⁰ Doc. 2028741.