



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
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:** Aquisições possivelmente indevidas de ações de emissão da Grazziotin S.A., 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
- Voto:** Diretor João C. de Andrade Uzêda Accioly

Manifestação de Voto

I – Em resumo

1. Senhor Relator e Presidente em exercício, apresento respeitosamente esta divergência em relação ao il. entendimento dos demais Diretores. Em suma: (i) entendo que a conduta descrita pela Acusação não viola o art. 155, §1º, da LSA; e (ii) as evidências apresentadas pela Defesa sobre as circunstâncias que antecederam as negociações impedem-me de formar convicção suficiente da ocorrência do requisito da utilização da informação.

II – Por extenso

II.I. Não incidência do art. 155, §1º, da Lei 6.404.

2. A conduta que a Acusação atribui a Marcus Grazziotin foi a de adquirir *para a companhia* ações de sua própria emissão. Dizem o caput e o §1º do art. 155:

Dever de Lealdade

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3. Qual exatamente a conduta vedada? É “*valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários*”. Para si é claro que não foi. A questão que sobra é se a companhia seria “outrem”.
4. A finalidade de “*obter vantagem*” é uma ideia incompleta para justificar a reprovabilidade de uma conduta. Conscientemente, ninguém age para obter desvantagem. A vantagem só é reprovável quando em detrimento de algum prejudicado¹.
5. Entender a companhia como “outrem” seria uma leitura semanticamente possível, se a frase fosse lida isoladamente. Mas não há isolamento. O art. 155 constitui a subseção intitulada Dever de Lealdade, da Seção IV, Deveres e Responsabilidades, do Capítulo XII da LSA, Conselho de Administração e Diretoria. Trata da lealdade *perante a companhia*. O que ele veda é praticar condutas que a lesem, condutas que administradores pratiquem buscando benefício próprio (ou de outrem) em *detrimento* da companhia.
6. Isso fica claro da leitura dos incisos do caput: o administrador não pode usar, “*em benefício próprio ou de outrem*”, oportunidades que conheceu em razão do cargo; a oportunidade só pode ser usada *em favor da companhia* (inciso I). Não pode omitir-se em relação aos direitos *da companhia*, nem em relação a oportunidades de negócio para obter vantagens “*para si ou para outrem*” (inciso II). E não pode, sabendo que a companhia irá comprar algo, adquiri-lo para lhe revender com lucro – o que é uma vantagem obtida, por óbvio, *em detrimento*² da companhia (inciso III).
7. O vocábulo *outrem* tem, portanto, significado cristalino no caput: o beneficiário da conduta da prejudica economicamente a companhia, quando não o próprio administrador. Essa inversão de sentido do vocábulo, no contexto específico, acaba por pressupor que a companhia estaria sendo *beneficiada porque alguém lhe foi desleal*, o que contraria toda a construção jurídica do que significa dever de lealdade, e até mesmo o alcance das palavras.
8. Pode-se, reconheço, argumentar que haveria uma “deslealdade” não para com a companhia, mas com os acionistas que venderam suas participações (embora o texto legal fale na companhia e não em acionistas). Porém, de um lado isso requer uma interpretação ampliativa, pois pressupõe trazer para uma transação comutativa (em que as partes agem cada uma por si) um dever fiduciário, próprio das transações em que uma parte age afetando o patrimônio da outra. E de outro, é no mínimo discutível se quem vende as ações pode ser

¹ No Código Penal, por exemplo, onde há a ideia de vantagem para si ou para outrem, há sempre alguém prejudicado. E.g., art. 155, 156, 157, 158, 159, 171, 177 §2º, 261 §2º, entre outros.

² Não pelo lucro em si, mas pelo fato de este decorrer do uso que o administrador faz, numa situação como a do inciso III, da informação de que a companhia iria adquirir aquele bem.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

considerado “prejudicado” nesse caso – especialmente se a venda for de apenas parte da posição (já que haveria algum ganho nas ações mantidas)³.

9. Nesse sentido, aponto também que a Instrução 358, ao tratar dos planos de investimento individuais, pelos quais *insiders* podem adquirir ações, prevê exatamente que *caso o adquirente venha a obter ganhos, ele deve revertê-los à companhia*. (Instrução CVM 358, art. 15-A, §2º, II). Trata-se de vantagens advindas exatamente de razões informacionais na antecedência de divulgação de resultados (nos termos da regra, “*perdas evitadas ou ganhos (...) decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP*”). Não cogita a norma de reverter resultados a contrapartes nas negociações, e sim à companhia. Ou seja, numa tal situação, a própria regulação prevê que a companhia deva ser destinatária de ganhos decorrentes de negociação às vésperas da divulgação de informações financeiras: tais ganhos não podem ser apropriados pelos *insiders*, mas devem ser da companhia.

10. Outro argumento possível e relevante em sentido contrário é o de que o dever de lealdade não permite que o administrador pratique atos ilegais para beneficiar a companhia. Concordo, obviamente, que o dever de lealdade permite apenas a prática de atos lícitos para beneficiar a companhia. Mas dizer que o administrador não poderia fazer a companhia recomprar ações em benefício da própria companhia porque não pode buscar benefícios por meio de atos ilícitos é uma perfeita, ainda que sutil, petição de princípio. O que se está discutindo aqui é exatamente *se essa recompra é proibida*. No fim das contas, o argumento diz que a recompra em tal situação não pode ser permitida porque é ilegal – quando é justamente o enquadramento ou não na vedação que se está a discutir.

11. No mais, não vejo como conciliar um mínimo de sistematicidade da lei societária com uma leitura em que o mesmo termo, quando usado em um parágrafo, adota significado diametralmente oposto ao que tem no caput. Não bastasse a ligação formal, de o parágrafo ser acessório do caput, o texto do §1º ainda usa o “ademais”, para ligar materialmente o conteúdo. O caput diz: “administrador, você não pode *obter vantagem para si ou para outrem* em detrimento da companhia”. Daí, o §1º diz: “ademais, você tem que guardar sigilo das informações da companhia e não as pode usar para *obter vantagem para si ou para outrem*”. E eis que, *fiat ius*, o “outrem” troca de significado dentro do mesmo artigo? Não vejo desta forma. E não custa lembrar que os §§1º a 3º do art. 155 são originais da lei de 1976, o que me parece reforçar a adequação de ler palavras idênticas com significados uniformes.

12. Tampouco vejo como conciliar tal leitura com a interpretação restritiva que deveria, supostamente, imperar ao lidar com a aplicação de penalidades.

³ Para uma exposição menos resumida dessa questão, remeto a artigo de minha autoria, *Insider Trading – Algumas Reflexões*, publicado no livro *Brasil S/A – Guia de Acesso ao Mercado de Capitais para Companhias Brasileiras*. Coordenadores: Carlos Nogueira et. al., 3ª ed., São Paulo: DFIN, 2024. Págs. 332-344.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

13. Tais considerações parecem-me compatíveis com a fundamentação da Defesa para sustentar a ilegitimidade passiva de Marcus Grazziotin, acerca do art. 155, §1º, da LSA. Porém, não se aplicam à infração do art. 13, §4º, da Instrução 358, que veda expressamente a recompra pela companhia nos 15 dias anteriores à divulgação de informações financeiras. Havendo tal infração, entendo que seria responsável o administrador que a praticou em nome da companhia, assim como sempre respondem no processo administrativo sancionador da CVM as pessoas que fizeram a pessoa jurídica “agir” por meio de sua conduta.

II.I. Insuficiência de convicção sobre o uso da informação

14. Acompanho o entendimento de meus pares sobre a caracterização dos elementos da relevância da informação e do acesso privilegiado. Acrescento, nesse sentido, breve comentário acerca do argumento de que não teria havido intenção de ganho, pelo cancelamento das ações (cf. §44 do voto do il. Relator). O cancelamento de ações não afasta ganhos que a base acionária remanescente obtém, pois os resultados da companhia passam a ser divididos por menos ações⁴. Mesmo o objetivo de obter vantagem também me parece presente – mas ele pressupõe a utilização da informação, pois a vantagem só é indevida se houver a utilização.

15. Em relação à efetiva utilização é que me surgem dúvidas suficientes para me impedir a conclusão pela condenação. Registro considerar perfeitamente plausível e verossímil o entendimento de meus pares sobre os fatos. Os elementos considerados no bem fundamentado voto de relatoria e no da Diretora Marina Copola, constituem indícios que a meu ver realmente apontam no sentido em que a maioria concluiu neste julgamento.

16. Porém, as evidências trazidas pela Defesa tiram-me o grau de convicção que, em meu juízo pessoal de convencimento sobre como transcorreram os fatos, seria necessário para concluir que houve a utilização da informação para obter os ganhos. Refiro-me especialmente às negociações, via Credit Suisse Hedging-Griffo, realizadas para proceder à aquisição das ações naqueles preços, as razões para fazê-lo (evitar alteração excessiva de preço pela baixa liquidez), assim como o histórico de negociações e a própria consulta à corretora – que, embora eu concordo com o il. Relator sobre a incorrência de erro de direito, a meu ver é evidência bastante razoável de boa-fé do defendente. Como bem destacou a defesa da tribuna, quem usa informação privilegiada indevidamente não age às claras, age na torcida de não ser detectado, e a consulta me parece descaracterizar tal intuito.

17. Assim, voto pela absolvição dos acusados.

Rio de Janeiro, 14 de maio de 2024

João Accioly
Diretor

⁴ Essa questão também é tratada no artigo citado na nota de rodapé anterior.