



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

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SEP em face dos Acusados, para apurar eventuais responsabilidades de:

(i) **Grazziotin S.A.** (“Grazziotin” ou “Companhia”), por infração ao art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02, 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 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 Companhia, de 531.100 ações da Companhia durante o período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação do 2º ITR/2017.

2. Conforme apontado no Relatório, a Grazziotin adquiriu, em 28.07.2017 — apenas algumas horas antes da divulgação do seu 2º ITR/2017 —, 188.900 ações ordinárias e

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).



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

342.200 ações preferenciais de sua própria emissão, ao preço de R\$ 21,95 e R\$ 22,29, respectivamente, resultando numa movimentação financeira total de R\$ 11.773.993,00.

3. No entendimento da SEP, as recompras de ações pela Companhia foram realizadas em período vedado (15 dias anteriores à divulgação do 2º ITR/2017) e mediante o uso indevido de informação relevante ainda não divulgada ao mercado por ordem de Marcus Grazziotin, na qualidade de Diretor Vice-Presidente da Companhia.

4. Os Acusados, por sua vez, argumentaram, em síntese, **(i)** a ilegitimidade passiva de Marcus Grazziotin; **(ii)** a ausência de vedação absoluta à negociação de ações durante o período previsto no §4º do art. 13 da então vigente² ICVM nº 358/02; **(iii)** as informações constantes do 2º ITR/2017 não deveriam ser consideradas relevantes, pois não poderiam influir de modo ponderável na cotação das ações; **(iv)** a ausência de uso da informação supostamente privilegiada; e **(v)** que as negociações em análise não foram realizadas com a intenção de obtenção de vantagem indevida.

II. PRELIMINAR

5. Marcus Grazziotin arguiu, em sede preliminar, sua ilegitimidade para figurar como acusado neste PAS. Em suma, argumentou que as sociedades empresárias não se confundem com seus sócios nem administradores, razão pela qual não poderia ser responsabilizado por ações que praticou no exercício de seu cargo.

6. Segundo a defesa, Marcus Grazziotin teria autorizado as ordens de compra devido ao seu cargo dentro da Companhia e que, se restasse comprovado o ilícito, este teria sido praticado somente pela Grazziotin, uma vez que somente poderia ser penalizado caso tivesse utilizado a Grazziotin como artifício a um fim estranho à Companhia. Acrescentou, ainda, que o art. 13 da ICVM nº 358/02 não tratou da possibilidade do ilícito ser cometido por administradores, apenas pela própria companhia.

7. O art. 155 da Lei nº 6.404/76, cuja violação foi imputada a Marcus Grazziotin, atribui responsabilidade aos administradores da companhia de guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada ao mercado, obtida em razão do cargo e

² A ICVM nº 358/02 foi revogada pela Resolução CVM nº 44/21.



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

capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhes vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação de valores mobiliários.

8. Da mesma forma, o art. 13 da ICVM nº 358/02, cuja violação foi imputada tanto a Marcus Grazziotin como à Grazziotin, veda a negociação com valores mobiliários, pela própria companhia e por seus diretores, antes da divulgação de informação relevante e, em complemento, o §4º do mesmo artigo estabelece o período de vedação de negociação de 15 dias anteriores à divulgação do ITR da companhia.

9. Neste sentido, não há dúvidas de que em ambos os casos, o regulador atribuiu obrigações tanto às companhias abertas quanto aos seus administradores³, os quais, portanto, são submetidos às consequências decorrentes do descumprimento de tais deveres.

10. Aliás, diferente do que alega a defesa, a CVM já sedimentou, em diversos precedentes⁴, a responsabilização não somente da Companhia que se beneficiou das operações como também do emissor das ordens, que viabilizou a consumação do ilícito de *insider trading*, de modo que o presente PAS nada se relaciona com centro de imputação de responsabilidade, sequer levantado pela Acusação.

11. Pelo exposto, afasto a preliminar de ilegitimidade passiva arguida por Marcus Grazziotin.

III. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

12. A Acusação imputou responsabilidade a Marcus Grazziotin, na qualidade de

³ Norma Parente discorre que “[r]azões de ordem ética embasam o dever de informar. Decorre este da necessidade de se impedir que alguém, prevalecendo-se da posição que ocupa, obtenha vantagens patrimoniais indevidas, em detrimento de pessoas que ignoram certas informações. Trata-se de um dever jurídico, atribuído aos administradores de companhia aberta, que encontra correspondência direta no direito subjetivo que têm os investidores de se inteirarem, não só dos atos e decisões provenientes da administração da companhia, como de todos os fatos relevantes que possam ocorrer em seus negócios.” (Aspectos Jurídicos do Insider Trading, 1978 <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf>).

⁴ PAS CVM nº 22/04, Rel. Dir. Marcelo Trindade, j. em 20.06.2007; PAS CVM nº RJ2012/13047, Rel. Dir. Roberto Tadeu Fernandes, j. em 04.11.2014; PAS CVM nº RJ2015/13651, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 19.06.2018; PAS CVM nº 19957.003405/2015-13, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 13.11.2018; e PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 21.03.2023.



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

diretor da Companhia e emissor das ordens de compra das ações, pelo ilícito de *insider trading*, prática vedada pelo ordenamento jurídico brasileiro, constituindo-se crime contra o mercado de capitais, conforme tipificado no art. 27-D da Lei nº 6.385/76 e art. 155 da Lei nº 6.404/76:

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

§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.

(...)

§4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

13. Conforme se depreende do art. 155, §§1º e 4º, da Lei nº 6.404/76, a negociação de valores mobiliários por administrador de companhia aberta se configura como *insider trading* quando se constatar **(i)** a existência de uma informação relevante e pendente de divulgação ao mercado; **(ii)** o acesso privilegiado a tal informação; **(iii)** a efetiva utilização da informação na negociação; e **(iv)** a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros.

14. Ao regulamentar a matéria, a ICVM nº 358/02, em seu art. 2º, traz a seguinte definição de ato ou fato relevante:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia 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.

15. O parágrafo único do referido dispositivo elenca, ainda, um rol não exaustivo de exemplos de ato ou fato potencialmente relevantes:



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

Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: (...)

X - mudança de critérios contábeis;

XI - renegociação de dívidas; (...)

XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; (...)

XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;

16. Especificamente em relação à regra de período de vedação de negociação, o art. 13 da ICVM nº 358/02 estabeleceu um regime de presunções relativas⁵ **(i)** de existência da informação; **(ii)** de relevância da informação; **(iii)** de posse da informação privilegiada; e **(iv)** de uso da informação com intuito de obter vantagem indevida:

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

17. Além disso, as informações contidas no ITR — justamente por abranger dados econômico-financeiros trimestrais de desempenho da companhia (ICVM nº 358/02, art. 31⁶) — são presumidamente consideradas relevantes, conforme se constata do §4º art. 13 da ICVM nº 358/02:

§ 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período

⁵ PAS CVM nº RJ2015/13651, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 20.02.2018; PAS CVM nº 19957.007486/2018-73, Rel. Dir. Alexandre Rangel, j. em 11.05.2021; e PAS CVM nº RJ2010/1666, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 03.04.2012.

⁶ Art. 31. Ao final de cada trimestre, a diretoria deve elaborar o Formulário de Informações Trimestrais – ITR, documento eletrônico que deve ser: I – preenchido com os dados das informações contábeis trimestrais elaboradas de acordo com as regras contábeis aplicáveis ao emissor, nos termos dos arts. 27 a 29 da presente Resolução; e II – entregue pelo emissor no prazo de 45 (quarenta e cinco) dias contados da data de encerramento de cada trimestre.

§ 1º O formulário de informações trimestrais – ITR deve ser acompanhado de: I – relatório de revisão especial, emitido por auditor independente registrado na CVM; e II – declaração dos diretores nos termos dos incisos V e VI do § 1º do art. 27 desta Resolução.

§ 2º O formulário de informações trimestrais – ITR dos emissores registrados na categoria A deve conter informações contábeis consolidadas sempre que tais emissores estejam obrigados a apresentar demonstrações financeiras consolidadas, nos termos da Lei nº 6.404, de 1976.

§ 3º O formulário de informações trimestrais – ITR referente ao último trimestre de cada exercício não precisa ser apresentado.



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 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.

18. Como se depreende dos dispositivos transcritos, além de garantir a simetria informacional no mercado de capitais, em consagração ao princípio do *full and fair disclosure*⁷, tais comandos visam proibir os administradores de utilizar qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para obter vantagem para si ou para outrem, mediante a compra ou venda de ações em condições privilegiadas⁸.

19. Conforme já me manifestei no voto que proferi como Diretor Relator do PAS CVM nº 19957.009219/2019-11, julgado em 16.04.2024, “[a] *informação privilegiada caracteriza-se como informação relevante e sigilosa de emissor de valor mobiliário, que, caso divulgada, potencialmente influi na decisão do investidor de compra ou venda deste ativo ou na determinação de seu preço*⁹⁻¹⁰. Por outro lado, uma vez tornada pública, a informação perde o seu caráter sigiloso, não se afeiçoando, a partir daí, ao conceito de informação privilegiada, para fins de responsabilização por insider trading”.

20. O período de vedação de negociação é, portanto, um mecanismo de proteção contra o uso de informações privilegiadas durante um período em que os agentes do mercado possam deter informações relevantes e ainda não divulgadas publicamente ao mercado que possam influir consideravelmente na cotação das ações da companhia.

⁷ O modelo regulatório brasileiro, seguindo o modelo norte americano capitaneado pela Securities and Exchange Commission - SEC, é baseado no princípio da *full and fair disclosure*, adotando três principais estratégias: (i) a imposição de deveres informativos aos emissores de valores mobiliários e outros participantes desse mercado; (ii) a vedação ao uso de informações privilegiadas; e (iii) a proibição de práticas que falseiem/manipulem o mercado. Com efeito, a divulgação de informações de forma equânime a todo mercado tem como objetivo evitar a assimetria informacional relevante e assegurar a competição entre os investidores em relação a interpretação das informações disponíveis. Ademais, como bem pontuado por Julio Ramalho Dubeux, “o aspecto protetivo do disclosure (...) também protege as empresas honestas, isto é, as que fornecem informação fidedigna aos investidores quando pretendem captar recursos no mercado” (DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Porto Alegre, Sergio Antonio Fabris Ed. 2006, p. 48)

⁸ Nelson Eizirik ensina que “o mercado é eficiente quando as cotações dos valores mobiliários refletem todas as informações disponíveis sobre eles e sobre as entidades emissoras. Ademais, quanto mais rapidamente as cotações refletirem as novas informações, mais eficiente será o mercado. Assim, o ‘modelo ideal’ de mercado é aquele em que as cotações dos títulos reflitam todas as informações relevantes e publicamente disponíveis para todos, o que se busca alcançar mediante uma legislação que promova o disclosure (ampla divulgação das informações).” (A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 371).

⁹ Cf. PAS CVM nº 06/2003, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 14.09.2005.

¹⁰ No mesmo sentido: Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/3402, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 13.12.2018.



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

21. Sem prejuízo do acima exposto, a ICVM nº 568/15 incluiu na ICVM nº 358/02 o art. 15-A¹¹, que estabeleceu exceção às regras de vedação de negociação previstas no art. 13 da referida Instrução.

22. No entanto, necessário esclarecer que os Acusados não suscitaram a existência de planos de investimentos que poderiam permitir a negociação de ações de emissão da Companhia no período de 15 dias anterior à divulgação do 2º ITR/2017. De igual modo, também não contestaram o fato de possuir, no momento das negociações analisadas neste PAS, as informações tidas como confidenciais, razão pela qual tal fato se tornou incontroverso.

23. Portanto, no âmbito deste PAS, as principais questões que devem ser enfrentadas consistem em analisar se as informações contidas no 2º ITR/2017 representavam informações relevantes e se os Acusados se valeram de tais informações com a intenção de obter vantagem econômica com as referidas operações.

IV. AUTORIA E MATERIALIDADE

24. A Acusação imputou a violação ao art. 13, §4º, da ICVM nº 358/02 a ambos os Acusados, sendo a Grazziotin beneficiária das negociações que resultaram na aquisição de ações de sua própria emissão durante o período de vedação de 15 dias anteriores à divulgação

¹¹ Art. 15-A. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante, poderão formalizar planos individuais de investimento regulando suas negociações com ações de emissão da companhia.

§ 1º Os planos de investimento referidos no caput poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no caput e nos §§ 1º a 3º do art. 13, desde que:

I – sejam formalizados por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores antes da realização de quaisquer negociações;

II – estabeleçam, em caráter irrevogável e irretratável, as datas e os valores ou quantidades dos negócios a serem realizados pelos participantes; e

III – prevejam prazo mínimo de 6 (seis) meses para que o próprio plano, suas eventuais modificações e cancelamento produzam efeitos.

§ 2º Os planos de investimento referidos no caput poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no § 4º do art. 13, desde que, além de observado o disposto no § 1º:

I – a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação dos formulários ITR e DFP; e

II – obriguem seus participantes a reverter à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos em negociações com ações de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP, apurados através de critérios razoáveis definidos no próprio plano. (...)



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 ITR, e Marcus Grazziotin o responsável pela emissão das ordens de compra. Também se imputou a violação ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 a Marcus Grazziotin, na qualidade de diretor da Companhia, pela prática de *insider trading*.

25. Em observância ao princípio da objetividade, adianto minha conclusão no sentido de concordar com a tese acusatória, uma vez que os Acusados não lograram êxito em apresentar elementos suficientes a afastar as imputações a eles relacionadas.

26. Conforme já exposto nas Considerações Iniciais deste voto, entendo que a vedação à negociação de valores mobiliários de que trata o art. 13 da ICVM nº 358/02 não constitui vedação absoluta¹².

27. A vedação imposta pela Instrução supracitada guarda estreita relação com a prática do *insider trading*, de modo que se depreende, pela própria redação do art. 13, os requisitos de existência, de relevância, de acesso e de uso da informação relevante.

28. Cumpre destacar que a alegada existência da informação privilegiada e acesso privilegiado às informações contidas no ITR não foram objeto de impugnação da defesa, razão pela qual tais fatos restaram incontroversos.

29. Sobre a relevância das informações contidas no 2º ITR/2017, a defesa sustentou que os índices financeiros da Companhia — tais como a margem EBITDA, o perfil de estrutura de capital e endividamento da Grazziotin — se mantiveram estáveis em relação aos índices divulgados no ITR anterior, fato que, por si só, não justificaria alterações significativas nas expectativas do mercado em relação aos negócios da Companhia, o que evidenciaria a ausência de relevância das referidas informações.

30. Sobre o assunto, o então Diretor Gustavo Gonzalez, no julgamento do PAS CVM nº RJ2015/13651, em 19.06.2018, pontuou que “*a presunção de relevância das informações contidas nas demonstrações financeiras somente é vencida por contraindícios fortes, como, por exemplo, a demonstração fundamentada de que os dados da demonstração financeira eram razoavelmente antecipados pelo mercado e estavam refletidos na cotação do papel*”.

31. Embora a presunção de relevância das informações possa ser afastada mediante

¹² PAS CVM nº RJ2010/1666, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 03.04.2012; e PAS CVM nº 19957.007486/2018-73, Rel. Dir. Alexandre Rangel, j. em 11.05.2021.



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

apresentação de elementos probatórios pela defesa, não restou comprovado pelos Acusados que os índices constantes no ITR eram, de fato, previsíveis para o mercado ou que tais informações já estavam refletidas na cotação das ações da Companhia.

32. Com efeito, a mera constatação de que as informações acima apontadas se mantiveram estáveis não é suficiente para afastar a sua relevância e impacto nas decisões dos investidores do mercado¹³.

33. Quanto ao argumento de defesa de que “*é impossível identificar com precisão quais são os elementos e em que proporção eles impactam a cotação das ações no mercado*” e que a baixa liquidez do ativo e o volume de ações adquiridas pela Grazziotin no pregão imediatamente anterior poderia ter contribuído para a oscilação do papel, destaco que a CVM já sedimentou entendimento¹⁴ no sentido de que a oscilação, positiva ou negativa, da cotação da ação é dispensável na análise de caracterização do ilícito de *insider trading*.

34. Nesse sentido, entendo que os Acusados não lograram êxito em demonstrar que as informações contidas no 2º ITR/2017 não eram relevantes.

35. Ademais, os Acusados argumentaram que as operações questionadas decorreram de uma “oportunidade negocial”, razão pela qual Marcus Grazziotin optou por emitir as ordens de compra naquele momento, com o objetivo de cumprir com o Programa de Recompra de Ações em andamento.

36. Segundo a defesa, tal oportunidade consistiu no pagamento a preços iguais aos praticados na bolsa de valores, decorrente de negociações diretas entre a corretora que intermediava as negociações da Grazziotin e alguns acionistas da Companhia dispostos a vender tais ações. No entanto, “oportunidade negocial” não configura como hipótese de

¹³ Sobre o tema, o ex-Diretor da CVM, Pablo Renteria, no PAS CVM nº RJ2014/1020, j. em 12.09.2017, pontuou que “[d]esse modo, o acesso privilegiado a dados trimestrais, ainda que indiquem a manutenção do status quo financeiro da companhia, auxiliam o insider a decidir se convém reduzir, aumentar e manter a sua posição acionária. Enquanto os demais investidores podem ter diferentes expectativas em relação aos números trimestrais, que ainda não foram revelados, o insider tem certeza de que a situação financeira se manteve inalterada e, por consequência, se encontra em condição vantajada para negociar os papéis da companhia”.

¹⁴ PAS CVM nº RJ2012/13047, Rel. Dir. Roberto Tadeu Fernandes, j. em 04.11.2014; e PAS CVM nº RJ 2015/13651, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 20.02.2018.



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

exceção¹⁵ contida no art. 15-A da ICVM nº 358/02.

39. Os Acusados também aludiram ao fato de que as negociações ocorreram no âmbito de um Programa de Recompra de Ações, no que entenderam se aplicar a exceção do art. 15-A da ICVM nº 358/02. No entanto, o plano individual de investimento a que se refere o artigo supracitado nada se assemelha ao Programa de Recompra de Ações aprovado pela Assembleia da Companhia. O programa de recompra de ações pode ser contemplado no instrumento do plano individual de investimento¹⁶. Contudo, o que se demonstrou no caso em tela foi a simples formalização do Programa de Recompra de Ações, o qual era vago e que não mitiga a discricionariedade de negociação de valores mobiliários que o §2º do art. 15-A visa tenta coibir:

Art. 15-A. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções

¹⁵ Como se alude do Relatório, a ICVM nº 358/02 foi alterada em 2015 pela ICVM nº 568. Na ocasião, o regulador incluiu o art. 15-A e distinguiu mais claramente a exceção já concedida anteriormente na Instrução original que viabilizava a negociação, por parte de determinados agentes, durante o período de vedação instituído pelo art. 13 da ICVM nº 358/02. Para tanto, a referida Instrução determinou a formalização de um plano individual de investimento que regulasse as negociações com ações de emissão da companhia. Por conseguinte, o artigo instituiu em seus parágrafos os requisitos indispensáveis ao enquadramento dos agentes na exceção que se criou. Com efeito, o plano individual de investimento foi regulado para retirar a discricionariedade dos agentes envolvidos com a companhia e que presumidamente tenham acesso a informações privilegiadas. Do mesmo modo, a necessidade de se firmar um plano individual confere previsibilidade de preço, quantidade e tempo das negociações, servindo, pois, como um meio eficiente de cumprir com a transparência de informações a que se subordinam as companhias e impedir que os agentes negociem mediante a prática de *insider trading*. Entretanto, importante destacar que o plano individual de investimento não se confunde com um programa de recompra de ações, regulado na então vigente ICVM nº 567/15. Enquanto o primeiro exige tamanho detalhamento, o segundo confere maior liberdade na especificação das condições de negociação. Em outras palavras, o programa de recompra se torna eficaz com a simples determinação de uma data de vigência e um limite máximo de ações a serem negociadas. Isto, porém, não limitaria discricionariedade alguma se aplicado sem a interpretação conjunta à ICVM nº 358/02, dotando, portanto, os agentes envolvidos com a companhia de ampla liberdade de negociar, mesmo em períodos vedados. Admitir a supressão do plano individual de investimento e atribuir seu papel de excepcionalidade ao programa de recompra de ações significaria criar brechas permanentes na regulação que tutela o *insider trading*, uma vez que a negociação em posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado restaria permitida pela simples celebração de um instrumento vago, simbólico e sem exigências específicas que pudessem mitigar a ocorrência do ilícito que se trata.

¹⁶ Em suma, o plano individual de investimento somente poderá ser aprovado pela Companhia se, em seus termos e condições, a discricionariedade dos agentes que negociam seja retirada, evitando o ilícito de *insider*. Para isso, é necessário que o plano de investimento seja inteira e detalhadamente traçado por uma estratégia de investimento clara e que possibilite extrair qualquer discricionariedade que o agente possa incorrer. O Programa de Recompra de Ações anexado aos autos não permite concluir que as negociações ocorreram apesar da informação relevante. Pelo contrário, a Companhia se limitou a estabelecer um prazo de vigência sem a indicação das datas específicas de negociação o que, por óbvio, possibilitou que as operações acontecessem em período de vedação. A meu ver, a estratégia adotada pela Grazziotin no Programa de Recompra não retirou, de forma alguma, a ocorrência de práticas arbitrárias de negociação por parte dos agentes mencionados no *caput* do art. 13 da ICVM nº 358/2002.



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

técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante, poderão formalizar planos individuais de investimento regulando suas negociações com ações de emissão da companhia. (...)

§ 2º Os planos de investimento referidos no caput poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no § 4º do art. 13, desde que, além de observado o disposto no § 1º:

I – a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação dos formulários ITR e DFP; e

II – obriguem seus participantes a reverter à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos em negociações com ações de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP, apurados através de critérios razoáveis definidos no próprio plano.

40. Outro ponto trazido pelos Acusados diz respeito ao histórico de negociações da Companhia que, segundo eles, é reconhecido pela CVM como contraindício para afastar a presunção de uso de informação privilegiada¹⁷. Os Acusados apontaram, a título exemplificativo, a realização de outras negociações com ações da Companhia em dezembro de 2016 e novembro de 2017, o que evidenciaria a inexistência de relação entre a divulgação de informações financeiras e/ou fatos relevantes e a recompra de ações pela Grazziotin.

41. No entanto, entendo que a realização de outros negócios em períodos vedados não isenta, por si só, os Acusados de sua responsabilidade no caso ora analisado. Afinal, os Acusados não demonstraram que as operações objeto deste PAS foram realizadas sem a utilização das informações contidas no 2º ITR/2017.

42. Além disso, o perfil de negociação dos acusados somente é considerado contraindício quando presente acusações pautadas em provas indiciárias¹⁸, ou seja, quando se tem um conjunto fragmentado de elementos probatórios que poderiam compor a prática do *insider*.

43. No caso em tela, o que se vê é que Marcus Grazziotin emitiu ordens de compra durante o período de vedação, sendo que ele próprio possuía informação considerada

¹⁷ Nesse sentido: PAS CVM nº 18/01, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 04.11.2004; PAS CVM nº 11/08, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 21.08.2012.

¹⁸ O assunto é muito bem abordado pelo Relator Diretor Roberto Tadeu Fernandes nos §§ 22 a 26 do voto do PAS CVM nº RJ2012/13047, j. em 04.11.2024; e PAS CVM nº RJ2015/13651, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 20.02.2018.



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

privilegiada e ainda não divulgada ao mercado. Importante pontuar que o 2º ITR/2017 foi divulgado após o fechamento do mesmo pregão em que a Companhia negociou as ações e, portanto, se fosse do interesse dos Acusados, o Plano de Recompra de Ações poderia ter sido executado no pregão imediatamente posterior, uma vez que a defesa não logrou êxito em demonstrar uma suposta urgência em relação às compras das ações da Grazziotin.

44. Os Acusados também argumentaram que o cancelamento das ações comprovaria a sua boa-fé e a ausência de intenção em obter vantagem indevida, uma vez que a posterior negociação daquelas resultaria em lucro muito maior do que a vantagem econômica indicada neste PAS.

45. Sobre a vantagem auferida, concordo com a Acusação no sentido de que a Companhia auferiu um ganho de R\$ 1.050.619,00 na compra das ações, uma vez que os papéis foram adquiridos pelos valores de R\$ 21,95 (CGRA3) e R\$ 22,29 (CGRA4) na data de fechamento das operações, enquanto que, no dia posterior à divulgação do ITR, as ações foram cotadas à R\$ 23,78 (CGRA3) e R\$ 24,35 (CGRA4).

46. Ora, resta evidente que a Companhia obteve vantagem indevida com os negócios realizados, tendo em vista que gastou menos recursos para adquirir 188.900 ações ordinárias e 342.200 ações preferenciais em 28.07.2017 do que teria despendido se a operação ocorresse em 31.07.2017, após a divulgação do 2º ITR/2007.

47. Ademais, ainda que assim não fosse, a CVM possui entendimento consolidado de que a configuração do *insider trading* independe da existência de lucro, de modo que o resultado econômico das operações não é determinante para caracterização do ilícito¹⁹.

48. Além disso, os Acusados alegaram erro de proibição sob o pretexto de que Marcus Grazziotin agiu de boa-fé quando recorreu à corretora envolvida nas negociações e questionou a licitude das operações, de modo que “[d]iante da ausência de recomendação ou alertas em sentido contrário por parte do preposto da Corretora, a Companhia, mediante ordem dada pelo Sr. Marcus Grazziotin, concluiu as operações questionadas pela SEP acreditando que estava agindo de acordo com a regulamentação em vigor”.

¹⁹ PAS CVM nº 06/2003, Rel. Dir. Norma Parente, j. em 14.09.2005; PAS CVM nº 13/2009, Voto Dir. Otavio Yazbek, j. em 13.12.2011; PAS CVM nº RJ2011/3665, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 03.04.2012.



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

49. O erro de proibição, contido no art. 21 do Código Penal²⁰ e no art. 3º da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro²¹, é admitido como excludente de ilicitude em sede administrativa quando restar demonstrado que o agente não detinha meios que possibilitassem o seu conhecimento acerca da ilicitude de sua conduta, principalmente quanto há contradição entre os fatos e os termos da norma.

50. No caso em tela, os próprios Acusados reconheceram que o erro cometido era evitável, já que a simples indagação ao intermediário não exime o dever de diligência por parte do acusado. Em outras palavras, é esperado, tanto pelo regulador quanto pelo próprio mercado, que os administradores exerçam suas atividades dentro da companhia em observância aos seus deveres fiduciários e às normas legais e normativas a eles aplicáveis.

51. Nesse sentido, entendo pela não aplicabilidade de erro de proibição ao caso concreto.

V. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

52. Por todo o exposto, voto pela rejeição da preliminar de ilegitimidade passiva arguida por Marcus Grazziotin.

53. Em relação ao mérito, concordo com a tese acusatória, razão pela qual voto pela condenação dos Acusados em relação às imputações a eles inferidas.

54. As infrações constatadas no presente PAS ocorreram antes da edição da Lei nº 13.506, de 13.11.2017, razão pela qual as penalidades a serem aplicadas seguirão o disposto na legislação vigente à época dos fatos.

55. Observo que transgressões à ICVM nº 358/02 configuram infração grave, nos termos do art. 18 da referida Instrução, tratando-se, pois, de ilícito de elevada

²⁰ Art. 21. O desconhecimento da lei é inescusável. O erro sobre a ilicitude do fato, se inevitável, isenta de pena; se evitável, poderá diminuí-la de um sexto a um terço. Parágrafo único - Considera-se evitável o erro se o agente atua ou se omite sem a consciência da ilicitude do fato, quando lhe era possível, nas circunstâncias, ter ou atingir essa consciência”

²¹ Art. 3º. Ninguém se escusa de cumprir a lei, alegando que não a conhece.



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

reprovabilidade, que abala a confiança dos investidores na simetria de informações e no funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários²².

56. Em relação à dosimetria da pena, em linha com precedentes do Colegiado, concluo pela aplicação de pena de multa pecuniária em montante correspondente a duas vezes o ganho potencial auferido pela Grazziotin na negociação das ações, devidamente apontado no Termo de Acusação, que deve ser atualizada monetariamente pela variação do IPCA²³, como tem sido aplicado pela CVM.

57. Tendo em vista que as negociações foram tomadas por Marcus Grazziotin em nome da Companhia, proponho que o valor da multa a ser aplicada seja rateado na proporção de 25% para o primeiro e 75% para a segunda.

58. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76 e em observância aos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, voto pela **condenação** de:

(i) **Marcus Grazziotin** à penalidade de **multa pecuniária** no valor total de **R\$ 749.568,28 (setecentos e quarenta e nove mil, quinhentos e sessenta e oito reais e vinte e oito centavos)**, por, na condição de Diretor Vice-Presidente, emitir ordens de compra, em 28.07.2017, de ações de emissão da Companhia em posse de informação ainda não divulgada ao mercado, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002; e

(ii) **Grazziotin S.A.** à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 2.248.704,82 (dois milhões, duzentos e quarenta e oito mil, setecentos e quatro reais e oitenta e dois centavos)** por negociar, em 28.07.2017, ações de sua própria emissão durante período vedado de 15 dias anteriores à divulgação

²² Afinal, consoante bem apontado por Roberto Teixeira da Costa, primeiro presidente da CVM, “[a] inexistência dessa equidade [de informações], que favorece alguns investidores e não são de domínio geral, cria uma situação inaceitável que lesa esses novos investidores e os afasta da Bolsa pela sensação de desconfiança do sistema. Portanto, a utilização de informação privilegiada tem de ser combatida de forma implacável para criar um mercado dinâmico e estimulante à participação de novos entrantes” (COSTA, Roberto Teixeira da. Crises Financeiras: Brasil e mundo (1929-2023); coordenação Fábio Pahim Jr. 1ª ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2023. p. 232).

²³ Valor atualizado até abril de 2024, referente ao último índice disponibilizado pelo BACEN <https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADAOPUBLICO/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

do 2º ITR/2017 da Companhia, em violação ao art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002.

É como voto.

Rio de Janeiro, 28 de maio de 2024.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor 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

ANEXO ÚNICO

Atualização dos valores referentes à vantagem econômica auferida

Participante de Negociação	Benefício Auferido (R\$)	Data da última operação irregular	Valor atualizado até 04/2024²⁴ (R\$)
Marcus Grazziotin	1.050.619,00	28.07.2017	1.499.136,55
Grazziotin S.A.			

Multa (2x)	R\$ 2.998.273,10
-------------------	------------------

Obs.: Atualização pelo IPCA, obtido a partir da Calculadora do Cidadão, no site do Banco Central do Brasil.

²⁴ Índice não disponível para maio/2024