

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO  
SANCIONADOR CVM nº RJ2014/10290

Acusados: Frank Zietolie  
Juvenil Antônio Zietolie

Ementa: Utilização indevida de informação privilegiada. Multas.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por maioria de votos no tocante à dosimetria das penalidades, decidiu:

1. APLICAR aos acusados **Frank Zietolie e Juvenil Antônio Zietolei**, na qualidade de administradores e acionistas integrantes do bloco de controle da Unicasa Indústria de Móveis S.A., **a penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 200.000,00**, pela utilização indevida de informação privilegiada, em infração ao disposto no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002; e

2. COMUNICAR a decisão do julgamento à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao OFÍCIO/CVM/SGE/nº68/2014 (fls. 106).

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

Presente o Procurador-federal Leonardo Montanholi, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Henrique Balduino Machado Moreira, Relator, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Ausente o Diretor Gustavo Borba.

Rio de Janeiro, 13 de junho de 2017.

Henrique Balduino Machado Moreira  
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira  
Presidente da Sessão de Julgamento

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/10290

**Acusados:** Frank Zietolie  
Juvenil Antônio Zietolie

**Assunto:** Uso de informação privilegiada, infração ao art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e ao art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

**Relator:** Diretor Henrique Balduino Machado Moreira

### Relatório

#### **I. Do Objeto**

1. Trata-se de Termo de Acusação elaborado pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP" ou "Acusação"), em face de Frank Zietolie e Juvenil Antônio Zietolie, administradores da Unicasa Indústria de Móveis S.A. ("**Unicasa**" ou "**Companhia**"), por negociar ações ordinárias de emissão da Companhia, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404<sup>1</sup>, de 1976, c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002<sup>2</sup>.

#### **II. Dos Fatos e da Acusação**

2. Em 16.12.2013, a Companhia divulgou fato relevante informando ao mercado sua adesão ao Programa de Parcelamento de Débitos da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional e Secretaria da Receita Federal ("Refis"), conforme a seguir reproduzido:

*A Unicasa (...) esclarece a seus acionistas e ao mercado que aderiu ao Programa de Parcelamento de Débitos da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional e Secretaria da Receita Federal ("Refis"), conforme condições estabelecidas na Lei nº 12.865/2013, de 09/10/2013, e pela Medida Provisória 627 de 11/11/2013.*

*A adesão envolve o processo judicial nº 5000043-15.2011.404.7113.404.7113, (...), atualmente, em grau de recurso no Superior Tribunal de Justiça, cujo objeto discute compensações do imposto sobre produtos industrializados (IPI), realizadas no ano de 2002. (...)*

*O processo apresenta valor de face de R\$8,6 milhões, sendo R\$2,7 milhões de principal, R\$0,5 milhão de multa e R\$5,4 milhões de juros de mora e encargo legal e multa. A opção escolhida pela Unicasa foi de quitação da obrigação em uma única parcela. Esta opção traz como benefício à redução de R\$3,7 milhões os juros de mora, encargo legal e multa. Assim, a adesão ao Refis resultará em uma obrigação de R\$4,9 milhões, sendo o impacto no resultado da Companhia do 4T13 de R\$2,9 milhões líquido de provisões. O pagamento da obrigação será financiado pelo nosso fluxo de caixa operacional, não requerendo elevação de endividamento, nem*

*tampouco provocará mudanças significativas em nossa programação financeira.*

3. A SEP identificou que Frank Zietolie, diretor presidente e membro do conselho de administração, e Juvenil Zietolie, vice-presidente do conselho de administração, ambos acionistas integrantes do bloco de controle da Unicasa, adquiriram ações da Companhia antes da divulgação do referido Fato Relevante de 16.12.2013, conforme valores e quantidades a seguir descritas:

a) Frank Zietolie (fls. 55 e 80-81).

<b>Data</b>	<b>Quantidade</b>	<b>Valor Total</b>	<b>Preço Médio</b>
14.11.2013	35.100	R\$ 208.197,00	R\$ 5,93
18.11.2013	10.200	R\$ 60.702,00	R\$ 5,95
19.11.2013	124.700	R\$ 742.680,00	R\$ 5,96
21.11.2013	80.000	R\$ 475.982,00	R\$ 5,95
22.11.2013	5.000	R\$ 29.480,00	R\$ 5,90
<b>TOTAL</b>	<b>255.000</b>	<b>R\$ 1.517.041,00</b>	<b>R\$ 5,95</b>

b) Juvenil Zietolie (fls. 02-03 e 55).

<b>Data</b>	<b>Quantidade</b>	<b>Valor Total</b>	<b>Preço Médio</b>
22.11.2013	2.800	R\$ 16.520,00	R\$ 5,90
27.11.2013	10.300	R\$ 61.473,00	R\$ 5,97
29.11.2013	1.500	R\$ 9.075,00	R\$ 6,05
02.12.2013	18.000	R\$ 107.829,00	R\$ 5,99
03.12.2013	22.500	R\$ 134.792,00	R\$ 5,99
04.12.2013	3.300	R\$ 19.767,00	R\$ 5,99
09.12.2013	400	R\$ 2.428,00	R\$ 6,07
13.12.2013	456.100	R\$ 2.781.710,00	R\$ 6,10
16.12.2013	50.000	R\$ 302.737,00	R\$ 6,05
<b>TOTAL</b>	<b>564.900</b>	<b>R\$ 3.436.331,00</b>	<b>R\$ 6,08</b>

4. Questionada<sup>3</sup> sobre a cronologia dos fatos relacionados à decisão de aderir ao Refis, a administração da Unicasa esclareceu o seguinte (fls. 05-28):

a) Em 25.10.2013, o diretor financeiro e de relações com investidores Paulo Junqueira teria informado verbalmente ao conselho de administração, demais diretores e principais acionistas do bloco de

controle, o início do estudo da possibilidade de adesão ao Refis, com o objetivo de recolher débito tributário aproveitando o benefício do desconto.

- b) Em 03.11.2013, parecer jurídico teria sido entregue por email recomendando a adesão ao Refis "por ser a opção mais segura e vantajosa para a Unicasa, diante do novo cenário jurídico atual".
- c) Em 04.11.2013, o diretor jurídico Juliano Sangalli teria elaborado relatório executivo detalhado que, ao final, "recomenda a adesão ao Refis por ser extremamente vantajoso (sic) jurídica e economicamente para a Companhia".
- d) Em 12.11.2013, o parecer e o relatório executivo teriam sido enviados, por email, para a Diretoria.
- e) Em 22.11.2013, Paulo Junqueira teria recebido cálculos financeiros comparativos para as opções de pagamento à vista ou parcelado, considerando o custo de capital da Companhia.
- f) Em 09.12.2013, após análise do parecer jurídico, do relatório executivo e de todas as alternativas de pagamento e dos benefícios trazidos pelo Refis, a diretoria teria informado aos conselheiros a decisão de aderir ao Refis.
- g) Em 16.12.2013, a Companhia divulgou Fato Relevante sobre a decisão de aderir ao Refis.

5. Indagados<sup>4</sup> sobre as negociações, Juvenil Zietolie e Frank Zietolie afirmaram que as compras de ações de emissão da Unicasa não lhes teriam gerado qualquer vantagem, uma vez que (i) não teriam alienado as ações adquiridas, (ii) as ações teriam se desvalorizado após a divulgação do Fato Relevante e (iii) as negociações teriam sido feitas de forma transparente e de boa fé, informadas pelo formulário de que trata o art. 11 da Instrução CVM nº 358/02 (fls. 32-33 e 59).

6. Para a Acusação, como os membros do conselho de administração e da diretoria teriam recebido, em 25.10.2014, mensagem eletrônica a respeito do início do estudo sobre a adesão ao Refis, e, em 12.11.2014, a diretoria teria recebido parecer jurídico recomendando a adesão ao Refis, a SEP afirmou que o diretor presidente e membro do conselho de administração Frank Zietolie "*negociou ações - no período de 14 a 22.11.2013 de emissão da Unicasa com o conhecimento da possibilidade e das vantagens jurídicas e econômicas da adesão ao Refis*".

7. Nesta mesma linha, e baseada na resposta da Companhia, a Acusação concluiu que Juvenil Zietolie teria adquirido 58.800 ações com o conhecimento de uma possível adesão ao Refis e 506.100 ações com a certeza de que a Companhia aderiria ao programa.

8. No tocante à relevância da informação divulgada pela Companhia, a SEP consignou que, como a própria administração da Companhia decidiu divulgar a adesão ao Refis por meio de Fato Relevante "*é notório que a*

*informação sobre essa adesão era relevante, nos termos do art. 2º da Instrução CVM nº 358/02”.*

9. Ainda sobre o tema, a Acusação argumentou que a opção pela quitação da obrigação em parcela única permitiria à Companhia reduzir em R\$3,7 milhões a obrigação fiscal, o que, naquele momento, seria um valor superior ao lucro obtido pela Unicasa nos três meses anteriores com sua atividade operacional e aproximadamente 1,5% de seu patrimônio líquido<sup>5</sup>. Depois de proceder tal análise numérica, a Acusação asseverou que *“não restam dúvidas de que a vantagem econômica obtida pela Companhia com a adesão ao Refis era relevante e, quando o mercado tomasse conhecimento dessa informação, seriam grandes as chances de valorização da cotação das ações de emissão da Unicasa”.*

10. Ao examinar o histórico de negociação dos Acusados, a SEP verificou que Juvenil Zietolie teria alienado 3.806.958 ações de emissão da Unicasa na Oferta Pública de Ações da Unicasa, de 27.04.2012, concluindo assim que *“as aquisições realizadas dessa data até 16.12.2013 não podem ser consideradas como usuais dentro do seu histórico de negociação que, diga-se de passagem, nem existia”* (fls. 34-53).

11. Já Frank Zietolie não teria negociado ações de emissão da Unicasa, tendo a SEP afirmado que ele *“sequer possuía um histórico de negociação com ações da Unicasa, quando da aquisição das ações no período de 14 a 22.11.2013”* (fls. 60-79).

12. Muito embora tenha constatado que as ações da Unicasa teriam se desvalorizado após a divulgação do Fato Relevante, a SEP argumentou que a existência de lucro não seria pressuposto para configurar o uso indevido de informação privilegiada, consoante entendimento do Colegiado<sup>6</sup>.

13. Diante do exposto, a SEP concluiu que Frank Zietolie e Juvenil Zietolie teriam adquirido ações da Unicasa de posse de informação privilegiada, com o objetivo de auferir vantagem financeira, em violação ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c o art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

#### **IV. Da Manifestação da PFE**

14. Examinada a peça acusatória, a Procuradoria Federal Especializada – PFE<sup>7</sup> entendeu estarem preenchidos os requisitos constantes dos artigos 6º e 11, ambos da Deliberação CVM n.º 538, de 2008 (fls.96 e 99).

#### **V. Da Comunicação ao Ministério Público**

15. Diante dos indícios de crime de ação penal pública, a CVM oficiou a Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro, nos termos do artigo 12 da Lei nº 6.385, de 1976 (fl. 106)<sup>8</sup>.

#### **VI. Da Defesa**

16. Os Acusados apresentaram Defesa afirmando, inicialmente, ser improcedente a Acusação, pois não teria ficado caracterizado o ilícito de

*insider trading*, o qual apenas se configura se estiverem presentes, concomitantemente, os quatro elementos do tipo, quais sejam: (i) a informação utilizada deve ser relevante, (ii) o acesso a esta informação deve ser privilegiado, (iii) a negociação dos valores mobiliários deve ser realizada quando conhecida a informação privilegiada e (iv) a negociação deve ser feita com o objetivo de se obter vantagem para si ou para terceiros.

17. Segundo a Defesa, à época em que as negociações foram feitas não haveria informação relevante assim definida no art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002, pois a adesão ao Refis seria comumente divulgada pelas companhias como mero comunicado ao mercado, justamente por existir a percepção de que, em regra, o benefício econômico acarretado por tal decisão é neutralizado pelo fato de a Companhia assumir obrigação de pagar um débito que anteriormente ela não reconhecia e, em alguns casos, sequer possuía provisão, exatamente como teria ocorrido com a Unicasa.

18. No sentir da Defesa, a Unicasa teria divulgado a adesão ao Refis como Fato Relevante para dar maior transparência ao mercado, adotando postura mais conservadora, pois, ao se analisar os valores envolvidos na discussão judicial que resultou na adesão ao Refis, verifica-se que a informação não teria potencial para influenciar de modo significativo a cotação dos valores mobiliários.

19. Neste sentido, a Defesa ressalta que não se sustenta o argumento de que o montante economizado pela Companhia de R\$3,7 milhões com a adesão ao Refis teria sido maior do que o lucro por ela obtido nos três meses anteriores, pois, caso o lucro apurado da Companhia tivesse sido irrisório, a Unicasa estaria obrigada a divulgar como fato relevante qualquer acontecimento relacionado a seus negócios que gerassem impactos irrisórios em suas demonstrações financeiras.

20. Afirma não ser razoável imaginar que um investidor médio passasse a estar disposto a adquirir ações da Unicasa apenas pelo fato de a Companhia ter decidido aproveitar um benefício consistente na redução de seu passivo fiscal em valor equivalente a 1,5% de seu patrimônio líquido.

21. Para a Defesa, a decisão de aderir ao Refis, embora tenha sido transmitida ao mercado por meio de um fato relevante, não teria efetivamente o potencial de influenciar de modo ponderável a decisão do investidor em negociar ações da Companhia.

22. A Defesa argumenta que, ainda que se considere, a título de argumentação, que a adesão ao Refis poderia influenciar de modo ponderável a cotação dos valores mobiliários de emissão da Companhia, a relevância da informação só passaria a existir em 09.12.2013, quando a diretoria da Unicasa teria comunicado aos membros do Conselho de Administração sua decisão de aderir ao Refis. Antes disso, a Companhia estaria apenas promovendo estudos sobre a possibilidade de adesão, ou seja, meros estudos, possibilidades e conjecturas.

23. Assim, até 09.12.2013 não haveria decisão a respeito da adesão ao Refis, de como ela seria viabilizada (em parcela única ou em diferentes

parcelas), muito menos quando seria implantada, de sorte que as aquisições efetuadas por Frank Zietolie e aquelas realizadas por Juvenil Zietolie, entre os dias 22.11 e 04.12.2013, deveriam ser desconsideradas, por terem ocorrido em momento anterior à existência da informação privilegiada.

24. Além disso, a Defesa argumenta que os Acusados não teriam utilizado a informação sobre o Refis para negociar ações da Unicasa, uma vez que as negociações fariam parte de uma estratégia de investimento por eles legitimamente determinada que teria por objetivo fazer com que o conjunto de membros da Família Zietolie, integrantes do grupo de controle da Companhia, aumentasse sua participação a 15% do capital social da Unicasa.

25. Tal motivação estaria relacionada com as vendas de ações que vinham ocorrendo no mercado por grupos de acionistas minoritários da Unicasa, fato que poderia, no entender dos Acusados, caracterizar descrédito do mercado em relação à Companhia. Assim, os Acusados resolveram reforçar suas participações para reafirmarem perante o mercado seu compromisso com os negócios da Unicasa.

26. A Defesa ressalta também que Juvenil Zietolie teria adquirido 171.394 ações por R\$1.025.916,00, após a divulgação do Fato Relevante de 16.12.2013, justamente para atingir o número necessário de ações para que a família Zietolie alcançasse o percentual de 15% de participação no capital social da Unicasa.

27. Destaca ainda que a aquisição de ações logo após a divulgação do Fato Relevante revelaria atitude totalmente incompatível com aquela esperada dos Acusados, caso eles tivessem efetivamente cometido o ilícito de *insider trading*, ainda mais se o objetivo deles fosse obter vantagem financeira decorrente da suposta valorização das ações decorrente do anúncio da adesão ao Refis.

28. Além disso, a Defesa assevera que não teria sido preenchido o quarto requisito para a caracterização do *insider trading*, qual seja, a intenção do agente de auferir vantagem para si ou para outrem. Nesse sentido, afirma que, em decorrência da adesão ao Refis, a Unicasa se comprometeu a pagar uma parcela única de R\$4,9 milhões, dos quais apenas R\$0,53 milhões estaria registrado como provisão na contabilidade da Companhia.

29. Por conta disso, o resultado operacional da Companhia referente ao 4º semestre de 2013 sofreria impacto negativo de R\$4,4 milhões, e o lucro líquido seria negativamente afetado em aproximadamente R\$2,9 milhões. Esses números demonstrariam que a adesão ao Refis, embora fosse benéfica para a Unicasa a longo prazo, causaria um impacto negativo para a Companhia naquele trimestre, o que poderia acarretar na desvalorização das ações de emissão da Companhia, e não na valorização, como entendeu a SEP.

30. Nessas circunstâncias, para a Defesa, o comportamento típico de um *insider trading* seria a venda de ações de emissão da Companhia antes da divulgação do Fato Relevante e eventual compra depois da publicação, quando a cotação estivesse mais baixa. Porém, os Acusados não teriam realizado nenhuma operação de venda das ações, pelo contrário, Juvenil

Zietolie teria adquirido mais ações da Unicasa após a divulgação de Fato Relevante.

31. Nesse ponto, ressaltou que a cotação atual das ações de emissão da Unicasa seria inferior ao valor médio pago pelos Acusados, quando as adquiriram no período questionado pela SEP, o que provaria que a decisão de adesão ao Refis não teria gerado qualquer valorização na cotação das ações da Companhia (fl. 169).

32. Pelo exposto, a Defesa requereu a absolvição dos Acusados.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 09 de maio de 2017.

Henrique Balduino Machado Moreira  
Diretor-Relator

-----  
<sup>1</sup> 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.

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

<sup>3</sup> OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº236/14.

<sup>4</sup> OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº241 e 268/14.

<sup>5</sup> Segundo a SEP, o formulário de informações trimestrais da Companhia, referente ao período findo em 30.09.2013, informou que a Unicasa (i) obteve, naquele trimestre, lucro líquido de R\$ 2,9 milhões, e (ii) tinha patrimônio líquido de aproximadamente R\$210 milhões.

<sup>6</sup> A SEP relembrou a manifestação do Colegiado da CVM sobre esse assunto, exaurido no voto do Diretor Sérgio Weguelin no âmbito do PAS nº 24/05, quando o Diretor afirma que "esse indício, contudo, tem um valor probatório muito pequeno. Em primeiro lugar, porque, como se sabe, nem a existência de lucro, muito menos sua mensuração, são pressupostos para configurar o uso indevido de informação privilegiada".

<sup>7</sup> PARECER/Nº232/2014/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU.

<sup>8</sup> OFÍCIO/CVM/SGE/Nº 68/2014.

## **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/10290**

**Acusados:** Frank Zietolie  
Juvenil Antônio Zietolie

**Assunto:** Uso de informação privilegiada, infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e ao art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

**Relator:** Diretor Henrique Balduino Machado Moreira



## Voto

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado em face de Frank Zietolie e Juvenil Antônio Zietolie (em conjunto "Acusados"), administradores e acionistas integrantes do bloco de controle da Unicasa Indústria de Móveis S.A. ("Unicasa" ou "Companhia"), para a apuração de suas respectivas responsabilidades pela negociação de ações ordinárias de emissão da Unicasa, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c o art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

2. Como visto no relatório anexo a este voto, a Superintendência de Relações com Empresas ("SEP" ou "Acusação") baseia-se no fato de que os Acusados teriam comprado ações ordinárias de emissão da Unicasa, entre 22.11 e 16.12.2013, supostamente com conhecimento da decisão da Companhia de aderir ao Programa de Parcelamento de Débitos da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional e Secretaria da Receita Federal ("Refis"). Essa decisão teria permitido à Unicasa reduzir sua obrigação fiscal em R\$3,7 milhões, o que, naquele momento, seria um valor superior ao lucro obtido pela Companhia nos três meses anteriores com sua atividade operacional e aproximadamente 1,5% de seu patrimônio líquido<sup>1</sup>.

3. Como o mercado somente tomou conhecimento da adesão ao programa em 16.12.2013, com a publicação do aviso do Fato Relevante, a Acusação concluiu que Frank Zietolie e Juvenil Zietolie estariam na posse de informação privilegiada quando adquiriram 255.000 e 564.900 ações, respectivamente.

4. Em sua defesa, os Acusados alegam que a decisão de aderir ao REFIS não seria uma informação relevante, na medida em que o valor do benefício gerado não teria potencial para influenciar de modo significativo a cotação dos valores mobiliários emitidas pela Unicasa, tendo a administração da Companhia divulgado tal decisão como Fato Relevante para dar maior transparência para o mercado.

5. Os Acusados argumentam também que não teriam utilizado tal informação para negociar ações da Unicasa, uma vez que as negociações fariam parte de uma estratégia de investimento que teria por objetivo fazer com que os membros da família Zietolie aumentassem sua participação para 15% do capital social da Companhia.

6. Feito este breve resumo dos fatos imputados aos Acusados e das principais razões de defesa, é imperioso mencionar as regras aplicáveis às circunstâncias, bem como o entendimento desta CVM sobre elas, uma vez que as considerações a seguir resumidas serão utilizadas para respaldar as conclusões acerca da reprobabilidade ou não das condutas aqui examinadas.

7. Como se sabe, a proibição ao uso indevido de informação privilegiada pelo administrador de companhia aberta está estabelecida no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e regulamentada no art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002, a seguir transcritos:

*"Art. 155, §1º - Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha*

*sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de 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.***

*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.”*

8. Conforme já delimitado em precedentes deste Colegiado<sup>2</sup>, o art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, estabelece regras relativas à valoração das provas que instruem os processos sancionadores nos quais são formuladas acusações de *insider trading*. Assim, em relação à companhia e aos seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, aos diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, que negociaram na pendência de fato relevante, a norma reconhece ser legítimo inferir que tiveram acesso à informação privilegiada e, ainda, que negociaram com o intuito de obter vantagem<sup>3</sup>.

9. Em outras palavras, o referido dispositivo apresenta duas presunções relativas que têm por objetivo preservar a integridade do mercado de valores mobiliários e atenuar o ônus probatório da CVM, diante da gravidade da prática de *insider trading* e da dificuldade em comprovar a intenção do agente. Com efeito, diante de negociação de valores mobiliários, antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante, pelos agente mencionados acima, chamados *insiders* primários, a CVM presume (i) a efetiva utilização da informação privilegiada e (ii) a sua intenção de auferir vantagem.

10. Este entendimento encontra-se consignado no voto do Diretor Pablo Renteria, proferido no julgamento do PAS CVM nº 2011/3823, de 09.12.2015, cujo excerto está a seguir reproduzido:

(...) nos casos contemplados no art. 13 da Instrução nº 358/2002, a CVM considera determinado fato provado (e.g., o fato de o investigado ser administrador da companhia aberta) como indício hábil a autorizar, por indução, a conclusão quanto à ocorrência de fatos que configuram a prática do *insider trading* (o conhecimento da informação relativa ao fato relevante pendente de divulgação e o intuito de obter de vantagem). Ou seja, esses elementos da infração são reputados provados pela CVM, até que o investigado ou acusado demonstre o contrário.

11. Por outro lado, o art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, também apresenta em seus parágrafos 6º e 7º duas situações excepcionais, nas

quais pessoas próximas à companhia poderão negociar valores mobiliários, mesmo na posse de informações privilegiadas.

12. O §6º do art. 13 dispõe que “[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”, e o §7º estabelece que “[a]s vedações previstas no caput e nos parágrafos 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<sup>4</sup>.”

13. Deste modo, o art. 13 permite que, dentro de condições estritas e pré-estabelecidas, a companhia, seus controladores, administradores e outras pessoas a ela relacionadas possam negociar valores mobiliários ainda que de posse de informação privilegiada, sem que isso configure a prática do ilícito de *insider trading*<sup>5</sup>.

14. Feitos esses esclarecimentos e retornando ao caso concreto, cabe, neste primeiro momento, examinar a alegação dos Acusados de que a decisão de aderir ao REFIS não se caracterizaria como informação relevante, uma vez que o valor do benefício fiscal gerado não teria potencial para influenciar na decisão dos investidores de negociar valores mobiliários emitidos pela Unicasa.

15. Tal argumento não procede.

16. Com a definição de fato relevante estabelecida no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404<sup>6</sup>, de 1976, e do art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002<sup>7</sup>, é possível constatar que o legislador incumbiu à administração da companhia o dever de avaliar, de maneira ponderada, diligente e responsável, se determinada informação deve receber o devido destaque e ser tornada pública por meio de aviso de fato relevante.

17. Para cumprir sua obrigação, o administrador deve considerar a possibilidade de a informação influenciar a intenção do investidor em negociar com os valores mobiliários emitidos pela companhia, ou seja, a probabilidade de que a informação produzida no seio da sociedade repercuta no juízo de avaliação que o investidor tem sobre os ativos e passivos da companhia. A esse respeito, cabe trazer à colação manifestação do Diretor Pedro Marcílio<sup>8</sup>, que definiu assim os contornos desta avaliação:

*"Dado que a decisão de publicar o fato relevante se dá, via de regra, antes que ele seja de conhecimento do público, na maioria das vezes, o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, sem, no entanto, poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É, por isso, que a análise é sobre a "potência" de impacto e não sobre o real impacto".*

18. Como se vê, o administrador deve avaliar se a informação tem potencial de influenciar o investidor em sua decisão de investimento, não lhe cabendo, portanto, saber antecipadamente qual será o comportamento do investidor diante da nova informação, ou seja, se o preço da ação valorizar-se-á ou não após a divulgação do fato relevante, pois é muito difícil prever o real impacto da informação no mercado.

19. No caso dos autos, não se pode tirar razão da Unicasa por ter publicado a adesão ao REFIS como fato relevante, pois a renegociação de dívidas é um fato social com evidente potencial de influenciar a intenção dos investidores. Tanto é assim que o art. 2º, parágrafo único, XI, da Instrução CVM nº 358, de 2002<sup>9</sup>, elencou tal hipótese como exemplo de fato potencialmente relevante, merecedor, portanto, de ampla divulgação pela companhia.

20. Além disso, a adesão ao REFIS tem implicações importantes na vida das companhias, com reflexos no perfil de suas dívidas e nas condições de acesso às diversas fontes de financiamento, bem como faz surgir diferenças entre saldos consolidados e valores registrados na contabilidade.

21. Com efeito, uma informação que afete o nível de endividamento, o resultado do exercício e o fluxo de caixa de uma companhia certamente possui relevância para um investidor racional tomar a sua decisão de investimento, pois tais parâmetros servem justamente para fundamentar a avaliação da companhia e das ações por elas emitidas, de modo que o valor do benefício auferido pela Unicasa no presente caso não parece irrelevante, como querem fazer crer os Acusados.

22. Desta forma, a tentativa dos Acusados de menosprezar a relevância da adesão ao REFIS pela Companhia mostra-se inábil.

23. Assim, aquele que tivesse conhecimento da decisão da Unicasa de aderir ao REFIS, previamente a sua divulgação, estaria de posse de informação privilegiada, em assimetria informacional com o mercado, pois saberia, antes dos demais investidores, as implicações desta decisão para a Companhia.

24. O argumento da Defesa de que a relevância da informação só passaria a existir em 09.12.2013, quando a diretoria da Unicasa teria comunicado aos membros do Conselho de Administração sua decisão de aderir ao REFIS, pois, antes disso, a Companhia estaria promovendo apenas estudos sobre a possibilidade de adesão não merece melhor sorte.

25. A cronologia dos fatos descritos neste processo revela que, em 12.11.2013, quase um mês antes, os diretores da Unicasa, entre eles Frank Zietolie, receberam parecer jurídico elaborado por consultor externo e relatório executivo preparado pelo diretor jurídico da Companhia que recomendavam *"a adesão ao REFIS por ser extremamente vantajoso jurídica e economicamente para a Companhia"*.

26. O aludido parecer jurídico consignou, em tópico referente a um possível risco de responsabilização dos administradores, que ***"se há possibilidade de negligência de administrador nesse caso, seria - em tese - pela não adesão ao REFIS, em face de ser escolha mais***

***adequada, diante do cenário posto”, e, “optar pela postergação de um possível débito com vistas a apresentar, em dado momento, um balanço mais favorável à empresa poderia ser considerado como negligência dos administradores”.*** Também asseverou que ***“sob as circunstâncias, a adesão ao REFIS denota diligência do administrador”***, e, mais adiante, recomendou a adesão ao REFIS, por ser a opção mais segura e vantajosa para a Unicasa [grifos do original] (fls. 24 a 28).

27. Dada a forma contundente com que os argumentos foram apresentados aos diretores, recomendando com convicção a sua aceitação, sob pena de responsabilização dos administradores por falta do dever de diligência, pode-se afirmar que, a partir do momento em que os diretores tiveram ciência do parecer jurídico e do relatório executivo, havia grande probabilidade de que eles decidissem aderir ao Refis.

28. Em outras palavras, dentro da discricionariedade conferida por lei aos administradores no processo de tomada de decisão, não há dúvidas de que os diretores da Unicasa já haviam, com razoável grau de certeza, decidido pela adesão ao Refis no momento em que tiveram conhecimento dos termos constantes naqueles documentos, os quais não indicavam outra decisão a ser tomada senão aceitar o refinanciamento da dívida.

29. Deste modo, ao ter recebido os aludidos documentos em 12.11.2013, oportunidade em que tomou conhecimento daquelas informações e formou sua convicção sobre a matéria, o diretor-presidente da Unicasa, Frank Zietolie, passou a ser detentor de uma informação privilegiada, que o impedia de negociar valores mobiliários emitidos pela Companhia até a sua ampla divulgação por meio do aviso de fato relevante.

30. Contudo, em 14.11.2013, dois dias depois, Frank Zietolie passou a comprar ações de emissão da Unicasa, tendo desembolsando R\$1,51 milhão por 255.000 ações adquiridas até 22.11.2013, antes, portanto, da divulgação do Fato Relevante de 16.12.2013.

31. E, no mesmo dia em que Frank Zietolie fez sua última aquisição, o seu pai, Juvenil Zietolie, vice-presidente do conselho de administração e acionista integrante do bloco de controle da Unicasa, também decidiu comprar ações da Companhia. Ele comprou ações em diversos pregões até a divulgação do Fato Relevante, adquirindo, ao final, 564.900 ações por R\$3,43 milhões.

32. Embora somente haja prova direta de que Juvenil Zietolie teve acesso à decisão da diretoria sobre a adesão ao REFIS em 09.12.2013 – quando a diretoria da Unicasa teria comunicado aos membros do Conselho de Administração a sua decisão – tendo adquirido mais de 62% das ações após tal ciência e antes do fato relevante, há fortes evidências de que ele já sabia da necessidade de a Unicasa aderir ao REFIS em 22.11.2013, quando começou a negociar com ações da Companhia.

33. A primeira reside no fato de Juvenil Zietolie e Frank Zietolie serem pai e filho, membros do Conselho de Administração e acionistas integrantes do bloco de controle da Unicasa, a demonstrar grande probabilidade de que

os assuntos mais importantes da Companhia fossem previamente discutidos por eles, pois tinham interesses comuns relacionados ao poder de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos sociais da Companhia.

34. Além disso, Juvenil Zietolie começou a negociar ações da Unicasa justamente quando Frank Zietolie decidiu parar suas aquisições, o que sugere a existência de uma ação coordenada entre eles, com arranjo pré-determinado de atos para comprar ações da Companhia, com a clara intenção de produzir um resultado comum.

35. Trata-se, assim, de diversas circunstâncias concretas que ligam o Acusado à informação sigilosa ainda pendente de divulgação, as quais formam um conjunto de indícios que permitem, por indução, concluir que ele sabia da decisão da Unicasa de aderir ao REFIS quando resolveu comprar ações da Companhia.

36. Por fim, cabe apreciar o argumento dos Acusados, de que não teriam utilizado a informação por eles detida, da iminente adesão da Unicasa ao REFIS, nas aquisições de ações da Companhia. Segundo alegam, os negócios teriam sido feitos com o objetivo de aumentar a participação da família Zietolie para 15% do capital social da Companhia, estratégia de investimento que teria sido motivada pela venda de ações realizadas por grupos de acionistas minoritários.

37. No sentir dos Acusados, estas alienações poderiam caracterizar descrédito dos investidores em relação aos resultados da Companhia, razão pela qual eles teriam decidido reforçar suas respectivas participações para demonstrar ao mercado o compromisso deles com os negócios da Unicasa.

38. Em que pesem os argumentos apresentados, eles carecem de verossimilhança.

39. Nota-se, primeiramente, que não houve, por parte da Unicasa, qualquer divulgação sobre as aquisições feitas pelos Acusados, por meio de comunicado ao mercado, consoante consulta na base de documentos de companhias abertas desta CVM<sup>10</sup>. Por outro lado, os desinvestimentos feitos pelos minoritários chegaram ao conhecimento do mercado, por meio de comunicados ao mercado, diferentemente das aquisições realizadas pelos Acusados, que, repise-se, não tiveram a mesma divulgação<sup>11</sup>. Assim, a se admitir o alegado objetivo de transmitir uma mensagem ao mercado, conclui-se, por outro lado, que tal esforço restou bastante diminuído, não tendo o efeito alegado.

40. Ademais, acionistas minoritários relevantes vinham se desfazendo das ações da Unicasa desde, ao menos, maio de 2013 (fls. 157 a 163), isto é, cerca de cinco meses antes de os Acusados decidirem comprar ações da Companhia, a demonstrar que, embora tal movimento de desinvestimento por parte dos acionistas já estivesse ocorrendo há tempos, os Acusados decidiram negociar ações da Unicasa quando lhes pareceu mais oportuno, exatamente quando estavam na posse de uma informação privilegiada.

41. Além disso, não é possível considerar a alegação dos Acusados como razão suficiente para afastar a presunção regulamentar de que o objetivo por eles perseguido foi a obtenção de lucro, pois a decisão de negociar ações da Unicasa antes da divulgação do fato relevante somente seria aceitável caso restasse comprovado que ela se deu em função de uma necessidade emergencial, cuja única opção possível fosse a negociação de ações da Companhia, como a CVM já decidiu em outras ocasiões<sup>12</sup>.

42. Como se vê, a justificativa apresentada pelos Acusados não é capaz de afastar o ilícito de *insider trading* no presente caso, especialmente por aqueles que, em razão da posição que ocupam na companhia, e sobre quem recai a presunção de ter negociado com a intenção de obter vantagem, receberam em primeira mão o parecer jurídico elaborado por consultor externo e o relatório executivo preparado pelo diretor jurídico da Companhia, os quais, repita-se, recomendavam "a adesão ao REFIS por ser extremamente vantajoso jurídica e economicamente para a Companhia".

43. Cabe ainda registrar que a configuração do *insider trading* independe da existência de vantagem na negociação de valores mobiliários, pois a vantagem não é requisito indispensável para a caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada, conforme entendimento consolidado desta CVM<sup>13</sup>.

44. Assim, embora os Acusados não tenham obtido vantagem decorrente do uso da informação privilegiada na negociação das ações, vez que as ações da Unicasa não se valorizaram após a divulgação do Fato Relevante, isso não altera a reprobabilidade de suas condutas, pois a norma de combate ao uso de informação privilegiada tem por finalidade coibir e punir a intenção do agente de auferir vantagem indevida.

45. A Defesa também aduz que Juvenil Zietolie teria adquirido 171.394 ações por R\$1.025.916,00, em 17.12.2013, portanto, logo após a divulgação do Fato Relevante, o que revelaria atitude totalmente incompatível com aquela esperada de um *insider trading*, ainda mais se o objetivo dele fosse obter vantagem decorrente da suposta valorização das ações decorrente do anúncio da adesão ao REFIS.

46. Porém, a existência desta única negociação, por si só, não é suficiente para modificar todas as evidências acerca do uso da informação privilegiada, já amplamente discutidas neste voto, pois, do contrário, bastaria ao *insider trading* negociar ações após a divulgação do fato relevante para evitar sua responsabilização, o que claramente afrontaria o que busca proteger a norma de combate ao uso de informação privilegiada.

47. De tudo o que foi visto, pode-se afirmar com convicção que Frank Zietolie e Juvenil Zietolie tiveram acesso à informação privilegiada e adquiriram ações da Unicasa, fazendo uso dessa informação, em assimetria de informação com o mercado, com a intenção de obter vantagem, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, e ao art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

48. Por derradeiro, cabe reafirmar que a negociação com o uso de informação relevante ainda não divulgada é uma das práticas mais nocivas

ao funcionamento regular do mercado. E a conduta torna-se mais grave quando é praticada por administradores e pessoas vinculadas por acordo de acionistas para controlar a companhia, pois, ao se colocar numa indevida posição vantajosa em relação aos demais acionistas e investidores não detentores da informação privilegiada, eles ferem a credibilidade que deve existir na formação justa do preço das ações, com efeitos deletérios para o mercado de capitais, que é, sabidamente, importante meio de desenvolvimento econômico do país.

49. Consciente da gravidade da atuação do *insider* primário e de seus efeitos para o mercado de capitais, o legislador inseriu essa prática ignominiosa no rol dos crimes cometidos contra o mercado de capitais<sup>14</sup>.

50. Cuida-se, portanto, de conduta ilícita a merecer resposta sancionadora adequada, de forma a repreender e emendar agentes que, à revelia do regular funcionamento do mercado de ações, negociam de posse de informação privilegiada com a intenção de obter vantagem econômica indevida dos demais investidores.

51. Em razão do acima exposto, com fundamento no art. 11, II e IV, da Lei nº 6.385, de 1976, em precedentes deste Colegiado<sup>15</sup>, na doutrina<sup>16</sup> e em decisão do Superior Tribunal de Justiça<sup>17</sup> sobre a dosimetria da pena no âmbito da citada Lei, e considerando a primariedade dos Acusados, voto pela condenação de Frank Zietolie e Juvenil Antônio Zietolie, administradores e acionistas integrantes do bloco de controle da Unicasa, à pena (i) de multa pecuniária individual no valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais) e (ii) de inabilitação temporária pelo prazo de dois anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, por infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e ao art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, infração esta considerada grave nos termos do art. 18 da Instrução CVM nº 358, de 2002<sup>18</sup>.

52. Por fim, proponho comunicar o resultado deste julgamento à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício/CVM/SGE/Nº 68/2014 (fls. 106).

É como voto.

Rio de Janeiro, 09 de maio de 2017.

Henrique Balduino Machado Moreira  
Diretor-Relator

-----  
<sup>1</sup> Segundo a SEP, o formulário de informações trimestrais da Companhia, referente ao período findo em 30.09.2013, informou que a Unicasa (i) obteve, naquele trimestre, lucro líquido de R\$ 2,9 milhões, e (ii) tinha patrimônio líquido de aproximadamente R\$210 milhões.

<sup>2</sup> Em direção semelhante, v., entre outros, o voto do Diretor-Relator Marcelo Fernandez Trindade no julgamento do PAS CVM nº 04/2004, em 28.6.2006; o voto da Diretora-Relatora Luciana Dias, no julgamento do PAS CVM nº RJ2012/1666, em 3.4.2012.

<sup>3</sup> Como estabelece a primeira parte do disposto no art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002: "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 (...)."

<sup>4</sup> Art. 15. A companhia aberta poderá, por deliberação do conselho de administração, aprovar política de negociação das ações de sua emissão por ela própria, 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.

<sup>5</sup> Neste sentido, ver o PAS CVM nº RJ2013/5793, julgado em 27.01.2015.

<sup>6</sup> Art. 157. §4º - Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

<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.

<sup>8</sup> PAS CVM nº RJ2006/4776, julgado em 17.01.2007.

<sup>9</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. Parágrafo único. Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: (...); **XI - renegociação de dívidas.**

<sup>10</sup> <<http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/companhias/consultas/companhias.html>>, acessado em 22.02.2017.

<sup>11</sup> O art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 2002, estabelece que os acionistas controladores diretos ou indiretos, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes, na forma do parágrafo primeiro do referido dispositivo, deverão enviar informações sobre a negociação companhia, que procederá a sua transmissão ao mercado.

<sup>12</sup> Ver, nesse sentido, o PAS CVM nº 07/1991, julgado 06.06.1994, Diretor-Relator José Estevam de Almeida Prado; PAS nº 17/2002, julgado em 25.10.2005, Diretor-Relator Wladimir Castelo Branco, em cujo voto se destaca que seria razoável admitir a negociação, ainda que na pendência de divulgação de fato relevante, caso fique comprovado que foi realizada por uma "necessidade premente", frente à qual não se poderia exigir da pessoa conduta diversa; e PAS CVM RJ 2011/3823, julgado em 09.12.2015, Diretor Pablo Renteria.

<sup>13</sup> Neste sentido, ver o voto proferido pelo Diretor Marcelo Trindade, no julgamento do PAS nº 04/2004, de 28.06.2006: "a finalidade de obter vantagem constitui elemento subjetivo do tipo, que o faz doloso, e que se traduz na intenção do agente de produzir um resultado. A produção do resultado, em si mesma - isto é, no caso concreto, a efetiva obtenção da vantagem visada - é elemento objetivo, não se confunde com a finalidade (que é a intenção do agente), e não integra a conduta descrita nos artigos 155, parágrafos 1º e 4º, da Lei das S.A., e no art. 13 da Instrução 358/02."

<sup>14</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 um a cinco anos, e multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (incluído pela Lei nº 10.3030, de 31.10.2001).

<sup>15</sup> Processos administrativos sancionadores CVM nº RJ2014/6515 e CVM nº RJ2014/8149.

<sup>16</sup> A professora Norma Parente defende a cumulação das penas no livro "Parente, Norma Jonssen. Mercado de Capitais/Norma Jonssen Parente; coordenação de Modesto Carvalhosa. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.) (item 1.3.5, páginas 671-675).

<sup>17</sup> O Superior Tribunal de Justiça, no exame do Recurso Especial nº 1.130.103, de relatoria do Ministro Castro Meira, em 19.08.2010, já se manifestou pela legalidade da aplicação cumulativa das penas descritas no art. 11 da Lei nº 6.835., quando a companhia encontrava-se sob orientação decisiva dos recorrentes, acionistas controladores e administradores à data dos fatos.

<sup>18</sup> Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76,

a transgressão às disposições desta Instrução.

**DECLARAÇÃO DE VOTO DO DIRETOR GUSTAVO BORBA NA SESSÃO  
DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR  
CVM nº RJ2014/10290 REALIZADA EM 09.05.2017**

1. A análise da ocorrência do fato relevante fica esvaziada em virtude de a própria companhia, por meio do seu DRI, ter assim classificado e divulgado a circunstância de a sociedade ter aderido ao REFIS. Não se está a dizer com isso que a decisão do DRI jamais pode ser contestada, mas, sim, que, no caso, não foram apresentados elementos que desqualifiquem a decisão da própria sociedade de qualificar a adesão ao REFIS como sendo um fato relevante.

2. Quanto à aquisição de ações por parte dos acusados em período vedado pelo art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358, de 2002, concordo com o Diretor-Relator que ela efetivamente ocorreu e que as justificativas apresentadas não se sustentam, razão pela qual acompanho o voto pela condenação dos acusados.

3. Entendo, entretanto, que, para fins de dosimetria da pena, devem ser consideradas as seguintes circunstâncias: a) a potência teórica do fato relevante para alterar as cotações das ações, que, no caso, parecia, desde o início, ter força apenas moderada; b) a ausência, na prática, de oscilação dos preços dos valores mobiliários e, conseqüentemente, de benefício financeiro para os acusados<sup>1</sup>; e c) ausência de alienação das ações em período reduzido.

4. Com relação à pena de inabilitação temporária pelo prazo de dois anos, reitero a posição exposta nos votos que proferi nos PAS CVM números RJ2014/6515 e RJ2014/8149, em 15.12.2016<sup>2</sup>, no sentido de que a Lei 6.385/76 não permite a cumulação de penas por uma mesma infração, uma vez que não teria lógica permitir a cumulação para os acusados primários e vedar para os reincidentes (art. 11, §2º, da Lei 6.385/76).

5. Além disso, pelas características fáticas do presente caso, conforme razões já expostas no item 3, entendo que, mesmo se fosse legalmente possível a cumulação de penas, o que se admite para fins de argumentação, não seria o caso de cumulação das penas, e nem mesmo de aplicação isolada da pena de inabilitação.

6. Do exposto, acompanho o Diretor-relator em relação à condenação dos acusados, mas, discordo da dosimetria da pena, razão pela qual voto pela aplicação de multa pecuniária individual no valor de R\$200.000,00 para os acusados, Frank Zietolie e Juvenil Antônio Zietolie.

É como voto.

Rio de Janeiro, 09 de maio de 2017.

Gustavo Borba  
DIRETOR

-----  
<sup>1</sup> Embora a obtenção ou não de ganhos em operações realizadas de posse de informações privilegiadas não afete a configuração da irregularidade, essa circunstância pode ser levada em consideração na dosimetria da pena.

<sup>2</sup> Transcreve-se, para ilustração, o principal trecho do voto que proferi no PAS CVM nº RJ2014/6515:

*“Embora não tenha dúvida de que seria salutar a possibilidade de cumulação de penas, de modo a permitir a escolha da dosimetria mais adequada para cada caso concreto, entendo que, considerando os termos do art. 11 e seus parágrafos, da Lei 6.385/76, essa opção exegética não estaria dentro da moldura interpretativa possível para os dispositivos em questão.*

*De fato, tendo-se apenas os termos abertos do caput do art.11 da Lei 6.385/76, poder-se-ia chegar à interpretação de que as penas poderiam ser cumuladas quando compatíveis (v.g., multa e inabilitação)<sup>2</sup>.*

*Contudo, quando se passa para o §2º do mesmo dispositivo, chega-se à conclusão inversa, em virtude de o referido parágrafo possuir a seguinte redação: “§2º - Nos casos de reincidência, serão aplicadas, alternativamente, multa, nos termos do parágrafo anterior, até o triplo dos valores fixados, ou penalidade prevista nos incisos III a VIII do caput deste artigo. (g.n).*

*Assim, analisando os dispositivos da Lei 6.385/76 de forma sistemática, bem como levando em conta a matéria envolvida (penalidade em processo sancionador), acredito que a interpretação adequada seria no sentido da impossibilidade de cumulação das penas, uma vez que não vislumbro justificativa para permitir a cumulação quando o acusado for primário e não a permitir quando ele for reincidente.*

*Todas as razões que justificariam a cumulação das penas estariam, até por motivos mais substanciais, presentes no caso de infrator reincidente, razão pela qual não vejo como interpretar a lei de modo a permitir a cumulação de penas para o primário e vedar a mesma cumulação para o reincidente, o que seria incongruente e assistemático.*

*A questão já foi, como exposto no voto do Diretor-relator, analisada no julgamento do PAS CVM nº 24/2002, em 18.08.2005. Entendo não haver fundamento jurídico para alteração desse posicionamento, embora, de lege ferenda, fosse bastante recomendável a alteração da Lei 6.385/76 para permitir a cumulação das penas<sup>2</sup>.*

*Observe-se, ainda, por oportuno, que o RESP nº 1.130.103, citado como referência no voto do Diretor-relator, analisou o caso com base na redação original da lei, antes da edição da Lei 9.457/97, que, ao modificar o §2º da Lei 6.385/76, afetou a interpretação dessas regras, posto que toda a lei deve ser considerada como um conjunto orgânico e sistemático de normas, observadas, inclusive, as posteriormente acrescentadas.*

*Em síntese: acredito que seria salutar a possibilidade de cumulação de penas para uma mais adequada e customizada punição dos infratores, mas, entendo que essa possibilidade estaria fora da moldura interpretativa possível dos dispositivos legais em análise, uma vez que não seria sistemática e logicamente conciliável a possibilidade de cumulação de penas para o acusado primário e a vedação expressa para essa mesma cumulação em relação ao reincidente (§2º).*

**Declaração de Voto do Diretor Pablo Renteria na continuação da  
Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM  
nº RJ2014/10290 realizada no dia 13 de junho de 2017.**

1. Senhor Presidente, também entendo que, no caso em apreço, restou configurada a infração, por parte dos acusados, ao disposto no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, combinado com o art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

2. A defesa procura desqualificar a relevância da decisão, tomada pela companhia, de aderir ao REFIS. No entanto, como já observado pelo Diretor Gustavo Borba, tal alegação não se sustenta, já que a própria companhia, por meio do seu diretor de relações com investidores, considerou apropriada a divulgação da referida adesão por meio de aviso de fato relevante.

3. Nos termos do art. 2º e 3º da Instrução CVM nº 358, de 2002, a qualificação de determinado fato como relevante requer que o administrador avalie, prospectivamente, a potencial influência da informação no comportamento dos investidores. Em princípio, não compete à CVM substituir-se ao administrador nesse julgamento, a menos que razões objetivas e robustas levem a entender que a decisão tomada foi manifestamente equivocada à luz das circunstâncias do caso, o que não me parece ter ocorrido no caso em apreço.

4. Acerca das dificuldades inerentes à revisão pela CVM da relevância de determinada informação, parece-me oportuno reproduzir trecho do voto manifestado pela Diretora Relatora Luciana Dias em sede de julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP012/2013<sup>1</sup>:

9. No entanto, um fato pode ser relevante por diversas razões que ultrapassam o seu valor econômico. Uma informação de pouca importância financeira pode ter consequências reputacionais ou estratégicas que a administração, em seu poder discricionário, julga dignas de divulgação como fato relevante. Esse aspecto mais subjetivo da determinação de se uma informação é relevante ou não torna muito difícil e até mesmo indesejável a tarefa da CVM de se substituir à administração da companhia, a posteriori, e de dizer se algo que ela julgou relevante não é tão importante assim.

10. Apesar desta dificuldade, são recorrentes os casos em que o primeiro argumento de defesa numa acusação de insider trading é a inexistência de informação relevante.

11. Embora nunca seja fácil julgar, quando a dita informação não foi divulgada como fato relevante, a CVM tem mais liberdade para analisá-la objetivamente e questionar a decisão da administração se identificar aspectos que, apesar de previamente ignorados, tornariam aquela informação relevante.

12. Por outro lado, quando a administração divulgou referida informação como relevante, esse julgamento é muito mais complexo porque a CVM pode estar ignorando

aspectos subjetivos e estratégicos que a administração da companhia levou em conta. Assim, ainda que seja possível afastar o critério da relevância, esse processo é difícil e inconveniente para a CVM, bem como é arriscado para a companhia e seus administradores e colaboradores.

5. Ademais, como também destacado pela Diretora naquela oportunidade, o sistema de recepção de documentos da CVM prevê as categorias "comunicado ao mercado" e "aviso aos acionistas", além de "ato ou fato relevante". Desse modo, as companhias abertas dispõem de canais de comunicação adequados para disseminar no mercado as informações que considerem úteis aos investidores, ainda que não se enquadrem na definição de fato relevante. Assim, e consideradas as alternativas existentes, quando decide divulgar determinada informação na forma de aviso de fato relevante, a administração transmite ao mercado a percepção de que, após avaliar os seus possíveis impactos, considerou a informação, efetivamente, relevante.

6. Sendo assim, e considerando o teor dos documentos recebidos pelos acusados no 12.11.2013, é de se concluir que eles estavam de posse de informação privilegiada ao negociarem ações de emissão da companhia, no período que antecedeu a divulgação do fato relevante em 16.12.2013.

7. A defesa argumenta, porém, que os acusados não tiveram o intuito de tirar proveito da informação privilegiada. Como alegado, as sucessivas compras de ações tiveram por intuito montar uma posição de 15% do capital social, de maneira a reafirmar sua confiança na companhia, em contraponto ao movimento de determinados acionistas minoritários, que haviam desfeito suas participações acionárias.

8. A isso a defesa acrescenta que, logo após a divulgação do fato relevante, Juvenil Zietolie realizou nova compra de ações, em montante significativo, a demonstrar que seu intuito não seria o de obter vantagem com o uso da informação privilegiada.

9. A ausência de dolo restaria demonstrada, ainda, em razão da influência esperada do aviso de fato relevante na cotação do papel. Segundo a defesa, a reação, no curto prazo, seria negativa, uma vez que parte expressiva da obrigação assumida perante a Receita Federal não se encontrava provisionada, o que teria impacto no resultado operacional do 4º semestre de 2013. Sendo assim, o comportamento típico do **insider trader** seria a venda de ações, na pendência da divulgação do fato relevante, e não a compra, como praticado pelos acusados.

10. A propósito desse argumento, convém retomar o entendimento que vem sendo adotado pela CVM quanto à comprovação da infração ao disposto nos §§ 1º e 4º do art. 155 da Lei nº 6.404/1976.

11. Como se sabe, tal infração configura-se quando presentes os seguintes elementos: (i) o conhecimento de uma informação privilegiada (isto é, relevante ainda não divulgado ao público) e (ii) a negociação de valores mobiliários com o fim de tirar proveito dela para si ou para outrem.

12. O elemento intencional é, portanto, essencial à configuração do **insider trading**. Nessa direção, o aludido §1º veda ao administrador valer-se de informação privilegiada “para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.” Do mesmo modo, em termos inequívocos, o § 4º proíbe “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” (grifou-se).

13. O legislador, portanto, não reprova qualquer negociação de valores mobiliários de posse de informação privilegiada, mas apenas aquela realizada com o intuito de auferir vantagem. O **insider trading** constitui ilícito doloso, de forma que, ausente o elemento intencional, a acusação não merece prosperar por falta de conduta típica, ainda que o acusado seja administrador ou controlador da companhia aberta.

14. Nada obstante, consolidou-se nesta autarquia o entendimento de 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**<sup>2</sup>. Tal orientação, que se encontra exposta no art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, tem por efeito estabelecer presunções, que auxiliam o julgador na valoração do conjunto probatório que instrui o processo sancionador.

15. Desse modo, em relação à própria companhia e seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, que negociaram na pendência de fato relevante, o **caput** do art. 13 reconhece ser legítimo inferir que tiveram acesso à informação privilegiada e, ainda, que negociaram com o intuito de obter vantagem indevida.

16. Nesses casos, a CVM considera determinado fato provado (e.g., o fato de o investigado ser administrador da companhia aberta) como indício hábil a autorizar, por indução, a conclusão quanto à ocorrência de fatos que configuram a prática do **insider trading** (o conhecimento da informação relativa ao fato relevante pendente de divulgação e o intuito de obter de vantagem).

17. Por sua vez, o §1º do art. 13 presume o elemento intencional de “quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.”

18. Segundo entendimento pacífico deste Colegiado, as presunções reconhecidas na regulamentação têm natureza relativa (*ius tantum*), admitindo, portanto, prova em contrário. Assim, nos casos contemplados no

*caput* do art. 13, compete ao acusado indicar as provas aptas a demonstrar, de maneira inequívoca, que não tinha conhecimento da informação privilegiada ou a intenção de obter vantagem. Sendo as provas produzidas suficientemente robustas para superar a presunção, o **insider trading** não restará configurado, por faltar um de seus elementos típicos nucleares. Por conseguinte, a acusação deverá ser julgada improcedente.

19. No sistema jurídico brasileiro, que prestigia o direito à ampla defesa e o princípio do livre convencimento motivado do julgador, não me parece possível identificar *a priori* as hipóteses nas quais a CVM entenderá superada a presunção e ausente a finalidade de ganho indevido. Tal questão, com efeito, situa-se no plano dos fatos e remete à valoração das provas dos autos, que variam de um caso para outro. Cuida-se, portanto, de análise que não pode ser dissociada das circunstâncias peculiares a cada caso concreto, cabendo ao julgador, em homenagem à ampla defesa, considerar, na formação de sua convicção, todas as provas disponíveis nos autos.

20. Em variadas situações é possível constatar que a negociação de valores mobiliários, ainda que simultânea ao conhecimento de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, foi realizada com finalidade outra que não a de obter vantagem indevida. Algumas delas, por sua relevância prática, encontram-se reconhecidas na própria regulamentação, como se vê dos parágrafos 6º e 7º do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, que tratam do exercício de opção de compra de ações em tesouraria e dos planos individuais de investimento estabelecidos junto às companhias.

21. Ambas as hipóteses apresentam em comum o fato de as compras ou vendas ocorrerem segundo condições contratuais previamente determinadas, quando não existia informação privilegiada, de tal modo que o elemento intencional – consistente no intuito de obter vantagem com a utilização da informação – fica afastado no momento de execução das operações.

22. A esses exemplos, contemplados na regulamentação, somam-se outros que foram apreciados pela CVM em sede de julgamento. Assim, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2003, julgado em 14.9.2005<sup>3</sup>, o Colegiado considerou que a operação realizada por determinada instituição financeira não havia sido realizada sob a influência da informação privilegiada, porque se tratava de operação de proteção (**hedge**) consistente com sua estratégia habitual de negociação.

23. Em direção semelhante, no PAS CVM nº RJ2010/4206, julgado em 23.8.2011<sup>4</sup>, a instituição financeira que havia negociado de posse de informação privilegiada foi absolvida da acusação de **insider trading**, porque o Colegiado concluiu que a compra não havia sido concluída com o intuito de obter vantagem indevida, mas por solicitação de um cliente que necessitava de liquidez.

24. Também no PAS CVM nº RJ2013/11654, julgado em 23.9.2014, o Colegiado considerou que as vendas efetuadas por determinada instituição financeira não haviam sido realizadas sob a influência da informação privilegiada, já que se tratava de operações ocorridas no curso de uma

estratégia de arbitragem (**risk arbitrage**), definida quando ainda não existia referida informação.

25. Em outro caso, julgado em 18.8.2015<sup>5</sup>, o Colegiado reconheceu que o administrador (e também acionista controlador) da companhia não havia negociado com o fim de aproveitar-se da informação privilegiada, mas para executar operação de financiamento, previamente estabelecida com determinada instituição financeira. Tal razão já havia sido considerada suficiente para afastar o elemento intencional típico do **insider trading** no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/2004, ocorrido em 30.9.2008<sup>6</sup>.

26. Em outros três processos sancionadores, o Colegiado entendeu que não havia incorrido na conduta típica do **insider trading**, vez que ausente o elemento intencional, o acionista controlador ou o administrador que, na pendência de divulgação de fato relevante, havia negociado valores mobiliários de emissão da companhia com o fim de levantar recursos financeiros emergenciais em favor daquela<sup>7</sup>.

27. Já no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 02/2010, realizado em 9.7.2013<sup>8</sup>, o Colegiado concluiu que as vendas realizadas por acionista controlador, na pendência de divulgação de fato relevante, não haviam sido motivadas pelo intuito de evitar prejuízo, uma vez que, no mesmo período, ele havia efetuado compras em montante superior às vendas.

28. Em suma, tais exemplos evidenciam que o Colegiado da CVM vem reconhecendo que a negociação de posse de informação privilegiada pode resultar de diferentes razões jurídicas ou econômicas, que afastam o ânimo de obter vantagem indevida. Nesse quadro, a questão relativa à presença ou ausência do elemento intencional resolve-se no plano dos fatos e, na busca da verdade, cabe ao julgador, respeitado o seu livre convencimento motivado, ponderar se as provas apresentadas contra a presunção indicam, de maneira inequívoca, que a finalidade do acusado, ao negociar, foi outra que não a de tirar proveito da informação privilegiada.

29. Quanto ao caso em apreço, concordo com o Diretor Relator que os argumentos apresentados pela defesa não são suficientes para afastar a presunção. Como observado pelo Diretor Relator, a alegação de que as aquisições visaram reafirmar junto ao público a confiança dos controladores na companhia não se mostra convincente, já que tais operações não receberam qualquer publicidade. Além disso, a alegação, ainda que verdadeira, não afastaria o fato de os acusados terem escolhido o momento mais oportuno para realizar as aquisições, justamente quando já detinham informação privilegiada.

30. Também concordo com o Diretor Relator quando conclui que a única compra realizada por Juvenil Zietolie, após a divulgação do fato relevante, não é, por si só, suficiente para reverter a presunção que pesa sobre ele. Tal fato, com efeito, não esclarece a motivação das compras anteriores, que foram decididas pelos acusados de posse de informação privilegiada.



31. Enfim, por essas razões, entendo que restou configurada a infração, por parte dos acusados, ao disposto no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, combinado com o art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

32. Quanto à dosimetria das penalidades, acompanho o Diretor Gustavo Borba e voto pela aplicação de multa individual no valor de R\$200.000,00 (duzentos mil reais) para Frank Zietolie e Juvenil Antônio Zietolie. Entendo que essa penalidade é proporcional à gravidade dos fatos, e coerente com os precedentes deste Colegiado<sup>9</sup>, tendo em vista a ausência de variação positiva da cotação após a divulgação de fato relevante e, conseqüentemente, de benefício financeiro para os acusados.

33. É como voto.

Rio de Janeiro, 13 de junho de 2017.

Pablo Renteria  
DIRETOR

-----  
<sup>1</sup> Julgamento ocorrido em 18.08.2015.

<sup>2</sup> V., entre outros tantos, os PAS CVM números 04/2004, Diretor-relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 28.06.2006; RJ2012/1666, Diretora-relatora Luciana Dias, julgado em 03.04.2013; e RJ2011/3823, Diretor Pablo Renteria, julgado em 09.12.2015.

<sup>3</sup> Diretora-relatora Norma Parente.

<sup>4</sup> Diretor-relator Aleksandro Broedel.

<sup>5</sup> PAS CVM nº 12/2013, Diretora-relatora Luciana Dias.

<sup>6</sup> Diretor Eli Loria.

<sup>7</sup> V., nesse sentido, os PAS CVM números 07/91, julgado em 06.06.94, Diretor-relator José Estevam de Almeida Prado; 17/2002, julgado em 25.10.2005, Diretor-relator Wladimir Castelo Branco; RJ2011/3823, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 09.12.2015.

<sup>8</sup> Diretor-Relator Roberto Tadeu.

<sup>9</sup> V., nesse sentido, os PAS CVM números RJ2013/2714, Diretora Luciana Dias, julgado em 07.10.2014; RJ23/2010, Diretor Roberto Tadeu, julgado em 04.11.2014; RJ2011/3823, Diretor Relator Pablo Renteria, julgado em 09.12.2015, nos quais foi aplicada a penalidade pecuniária de R\$200.000,00 ao *insider* que havia obtido vantagem insignificante.

**Declaração de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do PAS CVM nº RJ2014/10290 realizada no dia 13 de junho de 2017.**

1. Eu também voto pela condenação de Frank Zietolie e Juvenil Antônio Zietolie ("Acusados"), pois estou convencido de que os Acusados fizeram uso de informação privilegiada ao adquirirem as ações da Unicasa Indústria de Móveis S.A. ("Companhia"), antes da divulgação do Fato Relevante de 16.12.2013.

2. Nesse sentido, concordo com o Diretor-Relator e com os demais membros do Colegiado que o conjunto de elementos dos autos, de fato, revela a infração ao art. 155, §1], da Lei nº 6.404/76 ("Lei 6.404") e ao art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002 ("Instrução 358").

3. Não obstante, esse voto tem por finalidade consignar o meu entendimento sobre: (i) a interpretação de determinados elementos do presente caso à luz da Lei 6.404 e da Instrução 358; e (ii) a dosimetria adotada para a definição da pena dos Acusados.

4. Primeiramente, em linha com os Diretores Gustavo Borba e Pablo Renteria, entendo que, para fins do presente processo, a decisão da própria administração da Companhia de divulgar a adesão ao REFIS por meio de Fato Relevante esvazia, em larga medida, a discussão sobre a efetiva caracterização da informação como relevante.

5. Sobre esse ponto, considero importante ressaltar que renegociações de dívidas, em geral, (no que se inclui a adesão ao REFIS) podem, sim, influenciar as decisões de investidores, como reconhecido no rol exemplificativo do art. 2º da Instrução 358<sup>1</sup>, que lista atos ou fatos sociais potencialmente relevantes.

6. Isso não significa dizer, entretanto, que todos os eventos listados serão sempre considerados como um fato relevante. Com efeito, é necessário um juízo de administração da companhia, diante das circunstâncias de fato, a respeito da probabilidade de o evento influir, de modo ponderável, na cotação das ações, ou decisões de investimento referentes aos valores mobiliários de sua emissão.

7. Desse modo, diferente do entendimento manifestado pelo Diretor-Relator nos parágrafos 19 a 21 do seu voto, entendo que a adesão ao REFIS poderá, ou não, ser objeto de divulgação por meio de Fato Relevante. Para isso, caberá à administração efetuar uma avaliação ponderada e responsável, observando as circunstâncias do caso, como montantes envolvidos, as características da companhia e mesmo o contexto econômico em que a renegociação se insere.

8. Logo, tendo em vista a inexistência de elementos que me permitam inferir que a administração da Companhia equivocou-se nessa avaliação no caso concreto, me parece que os questionamentos sobre a efetiva relevância da informação não merecem prosperar, tampouco interferir na apuração da responsabilidade dos Acusados.

9. Outro ponto que eu gostaria de ponderar é o momento em que se consumou a decisão pela adesão ao REFIS.

10. A meu ver, não é possível afirmar com certeza como concluiu o Relator, nos parágrafos 28 e 29 do seu voto, que, já em 12.11.2013, quando os Acusados receberam parecer jurídico externo e relatório do diretor-jurídico da Companhia, recomendando a adesão ao REFIS, a adesão havia de fato sido decidida.

11. Entretanto, até mesmo pela contundência das recomendações, como bem apontado pelo Diretor-Relator, creio ser razoável admitir que os Acusados, naquele momento, já tinham ciência da alta probabilidade de a Companhia efetivamente aderir ao REFIS, o que só viria a ser divulgado ao mercado mais de um mês depois, no Fato Relevante de 16.12.2013.

12. Isto é, ainda que não seja possível afirmar que, em 12.11.2013, os Acusados já tinham formado convicção a respeito da matéria, o fato de eles

terem recebido essa documentação, que, naturalmente, conduziria à decisão de adesão ao REFIS, já me parece ser o bastante para indicar que eles detinham informação privilegiada desde aquela data.

13. Além disso, não é demais corroborar que o art. 13 da Instrução 358, que estabelece vedações à negociação com valores mobiliários por parte de controladores e administradores, previamente à divulgação de fatos relevantes, estabelece uma presunção relativa, que admite prova em contrário.

14. Assim, caberia aos Acusados demonstrar, de forma robusta e convincente, que eles não tinham conhecimento de tais informações privilegiadas, tampouco delas teriam feito uso com o intuito de obter vantagem.

15. Não é, contudo, o que ocorre no presente caso, haja vista que a argumentação dos Acusados não foi capaz de elidir essa presunção, especialmente considerando os demais elementos presentes nos autos, que, em direção contrária, confirmam a tese da acusação.

16. Nesse sentido, além da comprovada ciência dos Acusados em 12.11.2013, ao menos quanto à alta probabilidade de a Companhia aderir ao REFIS, é de se destacar também o fato de as negociações não serem usuais, à luz do histórico de negociação dos Acusados. Como aponta a acusação, Juvenil Zietolie apenas havia alienado ações em Oferta Pública de Ações da Companhia em 2012, não tendo histórico de aquisições desde então. Frank Zietolie, por sua vez, sequer havia negociado com ações da Companhia até as aquisições efetuadas a partir de 14.11.2013.

17. Feitos esses comentários, passo a tratar da dosimetria das penalidades a serem aplicadas aos Acusados.

18. Cabe ponderar aqui, por um lado, a gravidade dos ilícitos de *insider trading*, contrapondo-a às circunstâncias do caso, que revelam atenuantes que pesam a favor dos Acusados, notadamente a sua primariedade e a ausência de benefício financeiro (após a divulgação do Fato Relevante, não se verificou variação positiva da cotação das ações da Companhia).

19. Em relação à cumulação de penalidades proposta pelo Diretor-Relator, eu concordo com o Diretor Gustavo Borba no sentido de que a redação da Lei 6.385/76, vigente à época dos fatos, não permite a cumulação de penas por uma mesma infração.

20. Reconheço e acredito, no entanto, que a possibilidade de aplicação cumulada de sanções permite ao julgador agir, nos casos em que as circunstâncias assim exigirem, de modo mais efetivo e proporcional na repressão a ilícitos.

21. Tanto é assim que a previsão expressa dessa possibilidade integrou a proposta de alteração da Lei 6.385, destinada ao aprimoramento da atividade sancionadora da CVM, e que culminou na Medida Provisória nº 784, de 2017, publicada em 08.06.2017.

22. Com a nova redação do caput do art. 11 da Lei 6.385<sup>2</sup>, conforme a alteração promovida pela Medida Provisória em referência, passou-se a admitir a aplicação cumulada de penalidades. Naturalmente, contudo, essa novidade legislativa não pode retroagir para o presente caso, em que é aplicável a Lei 6.385 vigente à época dos fatos, que não comportava a cumulação.

23. Pelo exposto, e considerando precedentes comparáveis do Colegiado<sup>3</sup>, acompanho os Diretores Gustavo Borba e Pablo Renteria na dosimetria, votando pela aplicação de multa pecuniária no valor de R\$200.000,00 (duzentos mil reais) a cada um dos acusados.

Rio de Janeiro, 13 de junho de 2017.

Leonardo P. Gomes Pereira  
PRESIDENTE