



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.007375/2022-43

Reg. Col. nº 2743/22

Acusado: Luiz Barsi Filho

Assunto: Apuração de *insider trading*, em infração ao §1º do artigo 155 da Lei nº 6.404/1976 c/c artigo 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002

Relator: Diretor Daniel Maeda

Voto

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS instaurado pela SMI em face de Luiz Barsi Filho, Vice-presidente do Conselho de Administração da UNIPAR, que tem por objeto a apuração de descumprimento do disposto no §1º do artigo 155 da Lei nº 6.404/1976¹ c/c artigo 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002² (“ICVM nº 358/02”), então em vigor³, por alegado uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, na aquisição de ações ordinárias de emissão da Companhia (UNIP3), infração conhecida como *insider trading*.

2. Como detalhado no Relatório, Luiz Barsi adquiriu, no dia **28.05.2021** (sexta-feira), 13.900 ações UNIP3, totalizando um volume de R\$1.124.745,00. A compra das ações se deu anteriormente à divulgação, em **02.06.2021** (quarta-feira), de Fato Relevante informando a celebração de um NDA com a Compass, com o intuito de analisar informações para uma possível operação entre a Compass e a UNIPAR (“Operação”).

3. Segundo respostas apresentadas pela UNIPAR⁴, o efetivo engajamento entre as companhias teve início no segundo semestre de 2020 e as negociações resultaram na celebração do NDA, objeto do Fato Relevante de 02.06.2021. Ademais, conforme cronologia dos eventos enviada pela Companhia, foi possível identificar que Luiz Barsi participou, no dia 11.11.2020, da reunião do Conselho de Administração da Companhia que deliberou e aprovou a contratação

¹ Art. 155. (...) § 1º. *Cumprido, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.*

² 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.*

³ A Instrução CVM nº 358/2002 foi revogada e substituída pela Resolução CVM nº 44/2021.

⁴ Doc. 1542259.



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.gov.br/cvm

da Essentia Partners para a prestação de serviços de consultoria e assessoria estratégica à Companhia visando as novas oportunidades de negócios⁵.

4. Nesse sentido, segundo o Termo de Acusação⁶, Luiz Barsi teria tido conhecimento da Operação na referida reunião do dia **11.11.2020**, ao deliberar pela contratação da Essentia Partners que, posteriormente, foi responsável por assessorar a UNIPAR nas tratativas com a Compass.

5. Para a SMI, mesmo sem a alienação da posição adquirida, restou evidente a vantagem auferida pelo Acusado, pois, se tivesse adquirido as ações pelo preço de fechamento do ativo no pregão seguinte à divulgação do Fato Relevante, o valor dispendido seria superior, demonstrando uma vantagem financeira de R\$247.880,00. Assim, concluiu-se que o caso concreto possui todos os requisitos que compõem a infração por *insider trading*.

6. Nas razões de defesa⁷, o Acusado alegou ausência de elementos e provas mínimas que comprovassem a tipificação da conduta. Pontuou que a Acusação partiu da premissa que houve o uso de informações confidenciais relacionadas a possível aquisição de sociedade avaliada pela Companhia, conforme notícia veiculada no jornal *Valor Econômico* de 02.06.2021, em que mencionava a fase final de negociação da aquisição de uma fábrica de propriedade da Compass. Contudo, informou que os documentos disponibilizados para os membros do Conselho de Administração, não abordavam o objeto da matéria do jornal, tendo em vista que, até aquele momento, a Companhia não havia realizado movimento concreto que evidenciasse a aquisição.

7. Ademais, a defesa aduziu que o Fato Relevante do dia 02.06.2021 foi motivado pela notícia publicada no jornal, com o objetivo de esclarecer o estágio da tratativa, o qual tinha sido erroneamente divulgado pela imprensa. Por fim, afirmou que não houve o uso de Informação Privilegiada, tendo em vista que a distribuição de dividendos, divulgada pela Companhia no dia 27.05.2021, foi o motivo pelo qual os negócios do dia 28.05.2021 foram realizados.

II. PEDIDO DE PRODUÇÃO DE PROVAS

8. Luiz Barsi apresentou, genericamente, requerimento pela produção de novas provas que se fizessem necessárias. Entretanto, conforme consolidado na jurisprudência desta CVM⁸, os pedidos genéricos de produção de prova podem ser prontamente indeferidos sem configurar

⁵ Doc. 1542260.

⁶ Doc. 1550273.

⁷ Doc. 1659798 e 1659800.

⁸ Por exemplo: PAS CVM nº 19957.004318/2021-21, voto do Presidente João Pedro Nascimento, j. em 06.12.2023; PAS CVM nº RJ2020/2422, voto da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, j. em 31.01.2023; PAS CVM nº RJ2017/5122, voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. em 07.07.2020; PAS CVM nº RJ2015/1591, voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. em 16.09.2017; PAS CVM nº 2015/2666, Diretor Relator Roberto Tadeu Fernandes, despacho proferido em 13.09.2016; PAS CVM nº 02/2013, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, despacho proferido em 27.02.2018; PAS CVM nº RJ2014/13977, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, despacho proferido em 28.02.2018; PAS CVM nº 13/2013, Diretor Relator Gustavo Tavares Borba, despacho proferido em 21.08.2018; PAS CVM nº 14/2010, Diretor Relator Henrique Machado Moreira, despacho proferido em 15.01.2019; e PAS CVM nº 17/2013, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, despacho proferido em 18.06.2019.



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.gov.br/cvm

cerceamento de defesa, uma vez que caberia ao acusado indicar, de forma específica e fundamentada, as provas que pretendia produzir já em sua defesa. Sem prejuízo, faculta-se ao Relator determinar, a qualquer tempo, a realização de diligências, além daquelas eventualmente requeridas pelo acusado em sua defesa, conforme art. 42 da Resolução CVM nº 45/2021⁹.

9. Entendo que foram reunidos elementos probatórios suficientes para embasar uma decisão. Assim, voto pelo indeferimento do pedido de produção de provas, dado seu caráter genérico, conforme art. 43 da Resolução CVM nº 45/2021¹⁰.

III. MÉRITO

10. A conduta ilícita pela qual o Acusado está sendo julgado é denominada *insider trading* e é vedada pelo art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e pelo art. 13 da ICVM nº 358/02, transcritos abaixo para facilitar a análise.

11. Vale ressaltar que a ICVM nº 358/02 foi revogada e substituída pela Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 (RCVM nº 44/21). Contudo, como os fatos ocorreram previamente a nova regulamentação, o regramento adequado para este julgamento é o disposto na ICVM nº 358/02.

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.

12. Esses dispositivos impõem aos *insiders* primários¹¹, na presença de informação relevante sobre os negócios ainda não divulgados ao mercado, a proibição de negociar com

⁹ Art. 42. A prova da alegação incumbe a quem a fizer, sendo, porém, facultado ao Relator determinar, a qualquer tempo, a realização de diligências, além daquelas eventualmente requeridas pelo acusado em sua defesa.

¹⁰ Art. 43. Cabe ao Relator decidir acerca do pedido de provas formulado na defesa do acusado, bem como presidir as diligências necessárias à sua produção, caso deferido o pedido. (...)

¹¹ Nos termos do voto da Diretora Relatora Flavia Martins Sant'Anna Perlingeiro, no PAS CVM RJ 2015/9443, julgado em 04.06.2019: A primeira categoria [“insiders primários”] abrange aqueles que têm acesso direto à informação privilegiada (...) têm acesso à informação diretamente na fonte e têm o conhecimento necessário para avaliar a relevância da informação e os chamados “insiders secundários” não têm acesso direto à informação (nem necessariamente sabem que se trata de uma informação privilegiada), a recebem por meio de um insider primário ou de outro secundário ou, ainda, por acesso dito fortuito (esses últimos são também chamados de “insiders acidentais”).



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.gov.br/cvm

valores mobiliários de emissão da companhia, com o objetivo de preservar o princípio da igualdade de acesso à informação. Como visto, esse é o caso aqui tratado, dada a condição do Acusado de Vice-Presidente do Conselho de Administração da Companhia cujas ações foram negociadas na época dos fatos.

13. Conforme precedentes¹², para que uma dada conduta seja caracterizada como *insider trading*, é necessário a presença cumulativa dos seguintes elementos: **(i)** a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (informação privilegiada); **(ii)** o acesso à informação privilegiada; e **(iii)** a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida.

14. A análise dessa conduta é complexa, tendo em vista que, geralmente, não se tem provas conclusivas que evidenciem a presença de cada elemento de forma indubitável, atraindo à análise o sopesamento de provas de natureza indiciária que, se sólidas, convergentes e não contraditadas por contraindícios¹³, podem levar à condenação.

15. O primeiro elemento pode ser caracterizado pela presença de uma única informação ou um conjunto de evidências. Ainda no âmbito dos *insiders* primários, e nos termos do *caput* do artigo 13 da ICVM nº 358/02, como já bem explorado no Voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez no PAS CVM nº RJ2015/13561, julgado em 20/02/2018, os elementos restantes reportam a presunções, ainda que de natureza relativa: a (i) **presunção de acesso**¹⁴; e a (ii) **presunção de uso**¹⁵.

16. Isso posto, analiso abaixo os elementos do tipo no caso concreto:

A existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (informação privilegiada)

17. Com base em precedentes, entende-se como privilegiada a informação que seja **relevante** e **sigilosa**, isto é, aquela que tenha o potencial de afetar a cotação do ativo e a decisão

¹² PAS CVM nº 17/2002, julgado em 25.10.2005, pelo Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro; PAS CVM nº 04/2004, julgado em 28.06.2006, pelo Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade; PAS CVM nº RJ2015/2666, julgado em 13.09.2016, pelo Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes; PAS CVM nº RJ2011/3823, julgado em 09.12.2015, pelo Diretor Relator Pablo Renteria; PAS CVM nº RJ2014/3401, julgado em 05.12.2017, pelo Diretor Relator Henrique Balduino Machado Moreira; PAS CVM nº RJ2015/13561, julgado em 20.02.2018, pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez; e PAS CVM nº RJ2015/9443, julgado em 04.06.2019, pela Diretora Flavia Perlingeiro.

¹³ Nesse sentido, ver, por exemplo, o (i) PAS CVM nº RJ2013/10579, julgado em 10.03.2015, pelo Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (ii) PAS CVM nº RJ2014/3225, julgado em 13.09.2016, pelo Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (iii) PAS CVM nº 25/2010, julgado em 04.07.2017, pelo Diretor Relator Henrique Balduino Machado Moreira; (iv) PAS CVM nº RJ2016/5039, julgado em 26.09.2017, pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez; (v) PAS CVM nº RJ2016/2348, julgado em 08.10.2018, pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, bem como o recente voto do Diretor Relator Otto Lobo, decisão unanime do Colegiado no PAS CVM nº 19957.002923/2017-81, julgado em 26.09.2023, que descreve a importância da *análise conjuntural de todos os indícios e contraindícios pertinentes* quando há a avaliação de possível uso de informação privilegiada em uma operação.

¹⁴ *Quando têm acesso a informações relevantes da companhia, antes de sua divulgação ao mercado.*

¹⁵ *Quando negociam na presença de informação relevante ainda sigilosa com o intuito de obter vantagem.*



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.gov.br/cvm

dos investidores em negociar e, adicionalmente, que não esteja disponível ao público¹⁶.

18. Nos termos apresentados pela Acusação, a informação privilegiada objeto desse PAS se trata da operação societária que estava sendo negociada entre a UNIPAR e a Compass, cujo *status* se tornou público após a publicação feita pela Companhia no dia 02.06.2021, por meio de aviso de fato relevante.

19. Disse o Fato Relevante:

A UNIPAR CARBOCLORO S.A. (B3: UNIP3, UNIP5 e UNIP6) (Fitch Ratings: AA(bra)) (“Companhia”), em cumprimento ao disposto no parágrafo 4º do artigo 157 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada, na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 358, de 3 de janeiro de 2002, conforme alterada, vem informar os seus acionistas e o mercado em geral que, em razão da notícia veiculada, nesta data, no jornal ‘Valor Econômico’ com o título ‘Unipar perto de comprar fábrica de cloro-soda da Compass Minerals por R\$ 300 milhões’, a Companhia esclarece que está constantemente avaliando oportunidades e alternativas para investimento ou aquisição de participações societárias que sejam consistentes com objetivos da Companhia e, nesse sentido, celebrou com a Compass Minerals do Brasil Ltda. (“Compass”) um Acordo de Confidencialidade e Outras Avenças (“NDA”) com intuito de analisar informações para uma possível operação entre Compass e a Companhia.

Por fim, a Companhia reitera que (i) conforme suas políticas e controles internos, continuará acompanhando a cotação dos valores mobiliários de sua emissão com vistas a identificar quaisquer comportamentos anormais e (ii) seu compromisso de, nos termos da lei e da regulamentação aplicável, manter seus acionistas e o mercado em geral informados sobre qualquer ato ou fato relevante relacionado a seus negócios.

20. Conforme pode se verificar nos autos deste PAS, e no próprio conteúdo do Fato Relevante, a aquisição da Compass ainda estava em fase de negociação. Claro que tal alegação, isoladamente, não é suficiente para descaracterizar a existência de uma informação relevante¹⁷.

21. De outro lado, se a notícia das tratativas iniciais já era de conhecimento do Acusado desde novembro de 2020, para justificar que ele tenha operado apenas em maio de 2021, é de se esperar que algum fato novo sobre a operação, digno de alterar a percepção de seu impacto sobre o valor da Companhia, sobreviesse desde então. Em outras palavras, é dizer que uma informação relevante sobre determinado emissor tem natureza perecível, não se imaginando que uma operação em análise pela companhia possa manter seu efeito de impacto potencial

¹⁶ Nas palavras da Diretora Relatora Luciana Dias, no PAS CVM nº RJ2012/8010, julgado em 21/07/2015: *Quanto a isso, cabe lembrar que, conforme entendimento já consolidado pelo Colegiado, para que seja considerada privilegiada, uma informação deve atender simultaneamente a dois critérios: o da relevância e o da confidencialidade. Em outras palavras, privilegiada é aquela informação capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos ou nas decisões tomadas por investidores e que ainda não seja de conhecimento público.*

¹⁷ Nos termos do voto da Diretora Flavia Martins Sant’Anna Perlingeiro, no PAS CVM RJ 2015/9443, julgado em 04.06.2019: *Conforme assentado em precedentes do Colegiado, tratativas ainda que em fase preliminar podem ser consideradas informação relevante*, não sendo necessário que haja um compromisso vinculante, tampouco que contratos sejam assinados. (* PAS CVM 22/99, j. 16.08.2001; PAS CVM nº RJ2006/5928, j. 17.04.2007; PAS CVM nº 02/2010, j. 09.07.2013; e PAS CVM nº RJ2013/10321, j. 18.03.2015)*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

sobre as cotações pela eternidade. Até mesmo porque tais operações sempre cursam em direção a uma conclusão natural por sua realização ou não.

22. Assim, se de um lado é verdade que não é necessariamente um ato formal (como a assinatura do contrato da operação) ou vinculante (como a definição do preço do negócio) que determina a relevância de um determinado fato, de outro, também não é qualquer fato sobre a operação que assumirá tamanha feição. É necessário que o fato tenha força bastante para alterar a sobredita percepção de valor sobre a companhia, afetando em consequência a cotação de suas ações em mercado.

23. Nesse sentido, para contribuir com a análise desse elemento do tipo, destaco abaixo os fatos ocorridos na época em que a ação de emissão da Companhia começou a oscilar:

27.05.2021: Aviso aos Acionistas, publicado no final do pregão, informando a distribuição de dividendos, pagos aos detentores de posição no dia 01.06.2021.

28.05.2021: Ordem de compra realizada pelo Acusado (negociação objeto deste PAS).

01.06.2021: Comunicado ao Mercado esclarecendo o questionamento da B3 referente às movimentações atípicas.

02.06.2021: Notícia veiculada no jornal *Valor Econômico* com o título *Unipar perto de comprar fábrica de cloro-sodo da Compass Minerals por R\$ 300 milhões*.

02.06.2021: Fato Relevante, objeto deste PAS, divulgado no final do pregão.

24. Primeiramente, é importante pontuar que cumpre ao Diretor de Relações com Investidores (“DRI”) a identificação de um fato relevante e sua divulgação imediata ao mercado. Nos termos do artigo 3º da ICVM nº 358/02¹⁸, o DRI deverá enviar à CVM e à entidade administradora de mercado em que os valores mobiliários de emissão da companhia estão admitidos à negociação, *qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação*.

25. No presente caso, há duas comunicações do DRI que gostaria de destacar:

01.06.2021: publicação de Comunicado ao Mercado com o objetivo de apresentar esclarecimentos em relação às oscilações atípicas questionadas pela B3 em 31.05.2021. Nessa ocasião, foi informado que, após questionar seus

¹⁸ Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.



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.gov.br/cvm

administradores e acionistas controladores, a Companhia não tinha conhecimento de nenhum fato ou ato relevante que justificasse as oscilações apontadas pela B3.

02.06.2021: em razão da matéria publicada pelo jornal *Valor Econômico*, referente a possível operação de compra da Compass pela UNIPAR, a Companhia publicou Fato Relevante, esclarecendo o *status* das tratativas.

26. Como dito acima, o fato de a Companhia divulgar determinada informação por meio de fato relevante é um indício que merece atenção, mas que não necessariamente representa um evento definitivo ou que a informação é efetivamente relevante¹⁹. No caso apreciado, conforme exposto pela defesa do Acusado e com o que se concorda, é nítido que a publicação foi unicamente motivada pela matéria divulgada pela imprensa, com o intuito de esclarecer o real andamento da operação. Mais que isso, segundo o juízo da própria Companhia (nos termos do comunicado do dia anterior), essa operação não era considerada pela própria companhia como um fato relevante.

27. É evidente que os fatos apurados pelo DRI o fizeram concluir que a Operação, naquele momento, não representava um fato relevante²⁰. Assim, não é possível desconsiderar a avaliação feita pela própria Companhia, por meio de seu DRI, em relação à relevância da informação, ainda mais à luz de suas responsabilidades administrativas perante a CVM.

28. É possível cogitar a possibilidade de que a avaliação do DRI estivesse incorreta ou, até mesmo, prejudicada pela omissão de informação recebida²¹. Mas, como se percebe do contexto do caso, o Fato Relevante emitido em relação à indigitada notícia do *Valor Econômico* de 02.06.2021 corrobora pelo seu teor, mesmo após a notícia publicada, que na visão da Companhia a operação não detinha relevância para a publicação de aviso de fato relevante. Também é justo reconhecer, de outro lado, que nenhum outro fato relevante foi divulgado posteriormente pela Companhia sobre o assunto, a demonstrar que a companhia e seu DRI nunca chegaram a assumir para a Operação aquela força de impacto digna da publicação de um aviso de fato relevante. A Operação não ocorreu até a presente data.

29. Isto posto, é possível questionar: se o jornal *Valor Econômico* não tivesse divulgado tal matéria, a Companhia teria publicado o Fato Relevante informando o *status* da Operação? A

¹⁹ Faço referência, novamente, ao PAS CVM nº RJ2014/0577, julgado em 11/12/2017, pelo Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Ocasão em que é exposto o conceito de informação relevante, bem como sua e relação com o aviso de fato relevante.

²⁰ Quando estamos diante de uma operação ainda em fase de negociação, a decisão do DRI em divulgar tal informação ao mercado deve ser baseada pela ponderação de dois aspectos: (i) o potencial impacto da informação, tanto na cotação do ativo, como na decisão dos investidores em negociar; e (ii) a probabilidade de sua ocorrência - Conforme prevê os precedentes da CVM sobre o tema (PAS CVM nº RJ2006/4776, julgado em 17.01.2007, pelo Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa e PAS CVM Nº 19957.008986/2020- 47, julgado em 23.11.2021, pelo então Presidente Marcelo Barbosa),

²¹ ICVM nº 358/02 - Art. 3º (...) §1º *Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, deverão comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relações com Investidores, que promoverá sua divulgação. (...)*



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.gov.br/cvm

Operação apresentava as condições (em particular, sua probabilidade de ocorrência, cf. PAS CVM Nº 19957.008986/2020-47, julgado em 23.11.2021) necessárias para ser divulgada ao mercado? Ora, as oscilações atípicas ocorridas no fim de maio foram mesmo provocadas pelo fato reputado aqui como relevante?

30. Especialmente ao analisar se determinada conduta configurou *insider trading*, os indícios e presunções devem ser analisados com muita cautela e prudência. Por essa razão, a seguir, busco responder as indagações formuladas acima.

31. No que tange ao tema “vazamento da informação”, a companhia perde o controle de uma informação *quando ela é divulgada pela imprensa ou quando ela é objeto de boatos ou rumores de mercado*²². No caso em tela, não há dúvidas de que a informação sobre a possível aquisição da Compass pela UNIPAR saiu do controle da Companhia quando da publicação da notícia veiculada no jornal *Valor Econômico*.

32. Conforme disposto no §3º, do art. 3º da ICVM nº 358/02²³, a divulgação de ato ou fato relevante deverá preceder ou ser feita simultaneamente à veiculação da informação por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior (grifo). O objetivo desse dispositivo é assegurar a transparência da informação para os acionistas, devendo a companhia, por meio de fato relevante, comentar o assunto de forma clara e franca, esclarecendo sobre a veracidade da informação vazada.

33. No caso, é notório observar que a publicação do Fato Relevante do dia 02.06.2021 teve o objetivo de esclarecer sobre o andamento da Operação em razão da matéria veiculada no jornal *Valor Econômico* informando de forma ampla que *celebrou [...] NDA [...] com o objetivo de analisar informações para uma possível operação entre a Compass e a companhia*. Alertou, ainda, que *está permanentemente avaliando oportunidades e alternativas para investimento ou aquisição de participações societárias*, contexto no qual emergiu a dita Operação.

34. O aviso, então, é claro ao expor a visão da Companhia de que as tratativas se encontravam em estágio preliminar, tendo em vista que a Operação se inseria em um contexto mais geral e estratégico da Companhia de “avaliação de oportunidades e alternativas”, e que, portanto, não havia nada de especial ou destacado na Operação em específico que, ao fim e ao cabo, justificasse a divulgação de um aviso de fato relevante.

²² Conforme mencionado no voto do então Diretor Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, no PAS CVM nº RJ2006/5928, julgado em 17.04.2007. Sobre esse tema, também faço referência ao PAS CVM Nº 19957.008986/2020- 47, julgado em 23.11.2021, pelo então Presidente Marcelo Barbosa

²³ §3º *Cumpra ao Diretor de Relações com Investidores fazer com que a divulgação de ato ou fato relevante na forma prevista no caput e no §4º preceda ou seja feita simultaneamente à veiculação da informação por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior.*



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.gov.br/cvm

35. Em resposta a Ofício da SMI²⁴, a Companhia juntou aos autos tabela contendo a cronologia dos eventos relacionados à Operação até o momento da publicação do Fato Relevante, indicando as respectivas datas e pessoas envolvidas. Diante da análise desse material, foi possível observar os seguintes indícios:

- O NDA foi assinado no dia 30.12.2020;
- O Memorando de Entendimento (MoU) ainda estava sendo elaborado e discutido entre as partes - a primeira minuta foi elaborada por escritório de advocacia contratado e circulada no dia 11.05.2021;
- O valor da operação de aquisição ainda estava instável - vinha subindo, o primeiro valor da operação foi cogitado no dia 24.02.2021, a R\$ 350 milhões e, no dia 10.05.2021, estava em R\$ 410 milhões;
- A primeira reunião de *Due Diligence* aconteceu no dia 02.03.2021; e
- As discussões no âmbito das diligências mais importantes ainda estavam no início – a última reunião, antes do Fato Relevante, para tratar dos aspectos ambientais, havia ocorrido no dia 21.05.2021, referentes aos aspectos contábeis da Compass, no próprio dia 02.06.2021. Já em relação aos aspectos jurídicos, a primeira reunião de diligência ocorreu no dia 31.05.2021 (ou seja, já depois das operações do Acusado).

36. À luz dos indícios apurados, a meu ver, fica demonstrado que as análises ocorriam ainda em estágio bastante inconclusivo e perfunctório, e que a Companhia ainda avaliava os impactos da possível operação societária e, inclusive, elementos indispensáveis à formação de um juízo sobre o valor justo da Operação (como os jurídicos e os contábeis - e por consequência, os econômico-financeiros). Assim, a redação do Fato Relevante é coerente com o *status* apurado nos autos para a Operação, tendo em vista que, naquela ocasião, a assinatura do NDA ainda era a informação mais concreta que se tinha da Operação.

37. Mesmo com o estágio prematuro da Operação, os valores que estavam sendo cogitados para a aquisição também chamam a atenção. Conforme resultados divulgados pela Companhia²⁵, a receita líquida consolidada da UNIPAR no ano de 2021 foi de R\$ 6,3 bilhões. De outro lado, naquele momento o preço cogitado para a aquisição da Compass²⁶ era equivalente a apenas 6,5% do faturamento da Companhia de 2021. Ou seja, a baixa relevância proporcional da operação frente ao tamanho da companhia adquirente, em conjunto com os demais elementos aqui demonstrados, corrobora como mais um indício da tese de que a operação não deveria ser considerada relevante no contexto da companhia.

38. Referente às oscilações do ativo, importante destacar que, no final do pregão do dia 27.05.2021 (quinta-feira), a Companhia publicou Aviso aos Acionistas informando a

²⁴ Doc. 1542259 e 1542260.

²⁵ Divulgação de Resultados 4T21 (<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/3c0b3516-7dff-44a5-946f-20e7ec87dfa0/c10a8196-fe10-b5b4-a5de-8cce7544a8b8?origin=1>).

²⁶ R\$ 410 milhões, último valor citado nos autos.



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.gov.br/cvm

distribuição de dividendos no valor de R\$ 250.000.000,00. Na época, foi o maior pagamento de dividendos anunciado pela companhia desde 2018.

39. Conforme publicações da Companhia à CVM²⁷, foi possível apurar que o último valor que superava o publicado no dia 27.05.2021, havia sido aquele divulgado em 24.07.2017, no montante de R\$ 362 milhões.

40. No presente caso, nos termos do Aviso aos Acionistas, os detentores das ações de emissão da Companhia com posição no dia 01.06.2021 fariam *jus* ao recebimento de dividendos. Conforme se pode notar na tabela e gráfico de cotação abaixo, as ações já vinham em uma crescente de valorização desde o momento da divulgação da distribuição de dividendos, feita pela Companhia no dia 27.05.2021.

41. A tabela disposta abaixo foi anexada no ofício que a B3 encaminhou à Companhia no dia 31.05.2021. Nela, é possível verificar o número de negócios e a quantidade de ações negociadas no período de 18.05.2021 a 31.05.2021.

42. O pregão de 28.05.2021 foi o dia em que o Acusado adquiriu 13.900 UNIP3, no volume de R\$1.124.745,00. Vejamos:

Ações ON									
Preços (R\$ por ação)									
Data	Abertura	Mínimo	Máximo	Médio	Último	Oscil. %	Nº neg.	Quantidade	Volume (R\$)
18/05/2021	75,99	75,37	77,21	76,65	77,18	1,59	556	80.500	6.170.520,00
19/05/2021	82,00	76,22	82,00	79,33	78,99	2,34	613	124.500	9.876.150,00
20/05/2021	78,99	78,21	79,97	78,86	78,97	-0,02	211	30.800	2.429.022,00
21/05/2021	78,47	76,65	79,40	78,36	78,50	-0,59	379	89.700	7.028.864,00
24/05/2021	78,88	75,68	79,22	78,12	79,14	0,81	273	47.200	3.687.138,00
25/05/2021	79,17	76,81	80,99	78,20	77,96	-1,49	469	87.700	6.858.324,00
26/05/2021	78,00	76,07	78,00	77,22	77,47	-0,62	153	36.200	2.795.436,00
27/05/2021	77,01	76,80	79,29	77,89	79,29	2,34	298	97.700	7.610.270,00
28/05/2021	79,99	79,99	84,48	82,18	84,20	6,19	1.087	278.800	22.910.611,00
31/05/2021*	87,03	87,03	90,79	89,01	90,49	7,47	549	97.800	8.705.746,00

43. Tais dados demonstram que o Acusado não foi o único em negociar ações de emissão da Companhia no dia 28.05.2021. Na verdade, sua atuação sequer foi relevante para o processo de formação de preço do ativo no dia, pois representou cerca de 5% da totalidade das negociações do dia.

44. Nota-se que o ativo começou a subir no próprio dia da divulgação de Aviso aos Acionistas em que a Companhia anunciou a distribuição de dividendos (fechando o dia na máxima de R\$ 79,29 e com valorização de 2,34%), e assim prosseguiu no dia seguinte, 28.05.2021, data na qual a compra objeto deste Termo de Acusação foi feita.

²⁷ <https://ri.unipar.com/publicacoes-cvm/>



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.gov.br/cvm

45. Importante, nesse contexto, observar também o impacto provocado pela divulgação do aviso de fato relevante de 02.06.2021. Para isso, incluo abaixo o gráfico de cotação da UNIP3, extraído do Termo de Acusação:



46. O gráfico sinaliza, dentre outras datas, a do pregão de 02.06.2021, que foi o dia da veiculação da notícia no jornal *Valor Econômico*, cujo teor foi posteriormente objeto de esclarecimentos pela Companhia por meio de aviso de Fato Relevante. Podemos observar que, após sua divulgação, as cotações do ativo não sofreram grandes impactos.

47. Na verdade, o que fica evidente, conforme dados do gráfico e da tabela de cotação acima, é que houve um aumento das negociações do ativo a partir do pregão do dia 27.05.2021 (quinta-feira), até os primeiros pregões de junho de 2021, sem que o movimento do Acusado tenha contribuído de forma relevante para isso; e que apesar da notícia do Valor Econômico e do aviso de Fato Relevante no dia 02.06.2021 (quarta-feira), bem como nos pregões seguintes, as cotações estabilizaram e o valor da Companhia se manteve relativamente constante.

48. Assim, nenhuma dessas circunstâncias corrobora a tese da Acusação de que a operação envolvendo a Compass representava uma informação relevante naquele momento capaz de afetar as cotações da Unipar em mercado. Corrobora, a bem dizer, o argumento da própria Companhia e da defesa de que a informação não gozaria mesmo de tamanha condição.

49. Como se vê, diversos são os elementos que podem ser tomados como base para identificar se uma dada operação é relevante ou não. Essa avaliação é difícil e multifacetada, mas sua caracterização como relevante no âmbito da companhia, goza, sim, de certa presunção, ainda que de natureza relativa. Dentre as variáveis cogitáveis, podemos citar, como meros exemplos, (1) a probabilidade de que ocorra, (2) o porte e relevância proporcional dessa operação face aos negócios da adquirente, (3) o seu estágio de maturidade, dentre outros.



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.gov.br/cvm

50. Aqui, o que as evidências indicam é que todos esses 3 elementos, no caso concreto, são frágeis, mesmo que se possa dizer que sua asseveração nunca seja trivial.

51. Por isso mesmo é importante reafirmar que nenhum desses elementos deve ser considerado como prova cabal de que a informação não deveria ser considerada relevante. O que se pretende defender aqui é apenas que a soma de todos esses indícios contrários à tese acusatória acaba por desautorizar o julgador à condenação, em particular à luz da presunção de inocência que deve operar em favor do acusado, uma vez que ficou caracterizada no caso uma hipótese alternativa plausível e verossímil a justificar a licitude das operações.

52. Isto posto, entendo que, no caso, a Companhia tinha razões bastantes para crer pela impertinência na divulgação de aviso de Fato Relevante, uma vez que o porte e a inconclusiva chance de a Operação ocorrer sugeriam que o tema não deveria ser considerado relevante. Ademais, fica claro que o objetivo da comunicação foi apenas o de esclarecer sobre o andamento da Operação após o vazamento dessa informação pela imprensa, inclusive com o nítido propósito de contraditar o teor da reportagem que, segundo visto, conferia à Operação uma falsa percepção de impacto sobre seu valor de mercado que poderia, ela e aí sim, distorcer as cotações da Companhia em mercado.

53. Assim, entendo que a informação objeto do caso não apresentava elementos suficientes para ser considerada relevante.

O acesso à informação privilegiada

54. No caso em tela, como demonstrado pela Acusação, o acesso à informação privilegiada se deu no dia 11.11.2020, quando Luiz Barsi participou da 653ª Reunião do Conselho de Administração da Companhia, momento em que foi deliberada a aprovação da contratação da Essentia Partners para a prestação de serviços de consultoria e assessoria estratégica e que, posteriormente, foi a responsável por assessorar a Companhia nas tratativas com a Compass.

55. Conforme mencionado acima, esse elemento se trata de uma **presunção de acesso**, isto é, quando o acusado tem acesso a alguma informação relevante da companhia, antes de sua divulgação ao mercado. Aqui, naturalmente, não é o caso de se valer do exercício dessa presunção pois é incontroverso que ele a obteve, ainda que indiretamente. Aliás, por meio dos mecanismos usuais de governança da própria companhia.

56. De toda forma, conforme a análise feita no item anterior, como ficou demonstrada a falta de elementos que caracterizassem a presença de uma informação privilegiada, a análise deste elemento restou prejudicada.

57. No entanto, há um elemento interessante a respeito do acesso do Acusado aos fatos dessa Operação que vale explorar melhor aqui.



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.gov.br/cvm

58. Alega a defesa que o Acusado não acompanhou os desdobramentos da Operação, tanto que não haveria nenhuma outra evidência formal, no âmbito da governança da Companhia, que demonstrasse novos contatos dele com notícias da negociação em curso.

59. É importante rechaçar essa tese de defesa, à qual a tese da presunção de acesso, aliás, serve muito bem. **A ausência de documentos formais que evidenciem o acesso dos administradores de uma companhia a uma dada informação relevante não desautoriza a presunção de que tiveram acesso a tal informação.** Afinal, é premissa da própria função de administrador de uma companhia, seu papel precípua e os deveres fiduciários que a ele são impostos que eles tenham acesso e avaliem e decidam sobre qualquer informação reputada como relevante à companhia.

60. Mas o fato de a Operação não ter transitado mais em nenhuma reunião do Conselho de Administração ou mesmo outro instrumento formal de governança da Companhia da qual o Acusado participe, não deixa de ser mais um indício de que, realmente, a Operação não chegou a ser considerada relevante por nenhum dos organismos da companhia em qualquer momento, a corroborar a tese de que ela nunca deveria ter sido objeto da divulgação de um aviso de fato relevante.

A efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida.

61. Referente ao último elemento do tipo, temos a **presunção de uso**, que é quando o acusado negocia na presença de informação relevante ainda sigilosa com o intuito de obter vantagem, mesmo que, na prática, tal vantagem possa até mesmo nem se concretizar²⁸.

62. Como mencionei na introdução a este Voto, em razão da complexidade e dificuldade de produção de provas, a ICVM nº 358/02 incorporou diversas presunções, com o objetivo de auxiliar na análise. Além disso, conforme precedentes do Colegiado da CVM²⁹, para verificar esse elemento, há a possibilidade da aplicação da presunção relativa de que aquele que possui uma informação privilegiada e opera valores mobiliários de emissão da companhia, por presunção se valeu de tal informação nas negociações e com o objetivo de ganhar com ela.

²⁸ Como mencionado no Voto do Presidente João Pedro Nascimento, no PAS nº 19957.005390/2017-90, de 23.05.2023, bem como em outros precedentes da CVM (exemplo: PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, julgado 15.06.2021; e PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, julgado em 21/03/2023), a comprovação e a instrução probatória devem ser proporcionalmente rigorosas à imputação que se pretende atribuir ao acusado. Sobre esse aspecto, o Presidente João Pedro Nascimento pondera em seu voto: *Cabe aqui um temperamento. De um lado, os julgadores devem ser cuidadosos para não reconhecerem a existência de provas meramente indiciárias; mas, de outro lado, as explicações genéricas sobre a motivação das operações não são suficientes para afastar a presunção de uso da informação privilegiada. Os fundamentos econômicos apresentados devem ser sólidos, detalhados, precisos e convincentes, a fim de que se possa cogitar a não ocorrência do ilícito.*

²⁹ Como por exemplo, cito o PAS CVM nº RJ2016/5039, julgado em 26/11/2017, pelo Diretor Relator Gustavo Gonzalez: 15. *Em razão da dificuldade de produção de provas diretas que comprovem cada um dos elementos necessários para a caracterização do insider trading, a Instrução CVM nº 358/2002 incorpora uma série de presunções. Dentre elas, a presunção de que quem possui informação privilegiada e, antes da sua divulgação ao mercado, realiza operações com valores mobiliários de emissão da companhia, está negociando com base nessa informação, com a finalidade de obter vantagem indevida”*



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.gov.br/cvm

63. Nesse aspecto, considerando que ficou afastada a existência de uma informação relevante no presente caso, naturalmente, não há que se falar no uso indevido, presumido ou comprovado, de uma informação se ela sequer assume os contornos de relevante.

64. Contudo, entendo ser pertinente aproveitar a oportunidade para afastar o argumento da defesa de que a única motivação para a negociação dos ativos de emissão da Companhia, no dia 28.06.2021, foi a distribuição de dividendos divulgado ao mercado por meio de Aviso aos Acionistas publicado no dia anterior, em linha com uma suposta estratégia já conhecida do Acusado. Afinal, esse tipo de argumento não me parece suficiente para justificar a aquisição das ações no caso, e assim, afastar a possibilidade de *insider trading*.

65. De um lado, parece apressado assumir que uma distribuição isolada de dividendos por uma companhia possa ser evidência suficiente para motivar alguém interessado nessa variável em aumentar sua exposição a uma dada companhia. Há diversas outras razões que podem levar a uma distribuição atípica de dividendos (algumas, inclusive, podem afetar negativamente a percepção de valor da companhia, como as situações em que a companhia tem dificuldades para reinvestir seus lucros, optando pela distribuição de dividendos para não reter caixa excessivo).

66. De outro lado, não parece crível que alguém na posição de membro do conselho de administração de uma companhia dependa da divulgação de um aviso de fato relevante específico para alterar seu juízo sobre as tendências de distribuição de rendimentos da companhia na perenidade.

67. Também vale refutar a tese da defesa de que o fato de não ter realizado vendas no período invalidaria qualquer suspeita de uso de informação privilegiada. Como bem apontado pela SMI no Termo de Acusação, **a configuração do ilícito não requer a alienação da posição adquirida com a realização efetiva do lucro. Na verdade, um lucro efetivamente apurado não é requisito para a caracterização do *insider trading***, como fundamenta, apenas a título de exemplo, o voto do então Diretor Relator Henrique Machado, proferido em 13.06.2017, no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/10299.

III. CONCLUSÃO

68. Diante de todo o exposto, voto pela absolvição de Luiz Barsi Filho de todas as acusações a ele imputadas neste PAS.

É o voto.

Rio de Janeiro, 26 de março de 2024

Daniel Maeda
Diretor Relator