

## SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO

### SANCIONADOR CVM nº RJ2005/2793

- Acusado: Isaac Berensztein
- Ementa: É responsabilidade do diretor de relações com investidores divulgar aos investidores locais, de forma simultânea, as mesmas informações divulgadas no exterior.
- 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 unanimidade de votos, decidiu, com fundamento no artigo 11, inciso I, da Lei nº 6.385/76, aplicar ao senhor Isaac Berensztein a pena de advertência, por infração ao artigo 2º da Instrução CVM nº 248/96 e absolvê-lo da imputação de violação ao artigo 3º da Instrução CVM nº 358/02.

O acusado punido terá 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 do parágrafo único do artigo 14 da Resolução CMN nº 454/77.

A CVM oferecerá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional no tocante à absolvição proferida.

Proferiu defesa oral o advogado Luiz Leonardo Cantidiano, representante legal do acusado, Isaac Berensztein.

Presente à sessão de julgamento o procurador-federal Fabrício Duarte Tanure, representante, na CVM, da Procuradoria Federal Especializada.

Participaram do julgamento os diretores Norma Jonssen Parente, relatora, Pedro Oliva Marcilio de Sousa, Sergio Weguelin, Wladimir Castelo Branco Castro e o presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 30 de novembro de 2005.

Norma Jonssen Parente

Diretora-Relatora

#### RELATÓRIO

1. No fim do ano de 2004, os administradores de Embratel Participações S.A. (Embrapar) começaram a desenhar uma operação de aumento de seu capital através de subscrição privada de ações.
2. Analisando as informações que foram divulgadas aos investidores nacionais e estrangeiros à época da referida operação, a CVM entendeu haver uma assimetria em desfavor do mercado local na medida em que os formulários entregues à Securities and Exchange Commission (Sec) continham dados ainda não revelados no Brasil.
3. Por este motivo, a CVM, no âmbito do Processo CVM nº RJ/2005/892, chegou até mesmo a determinar a interrupção do processo de aumento de capital, só permitindo seu prosseguimento depois de sanadas as falhas então verificadas.
4. No presente processo, esta autarquia torna mais uma vez à análise da referida operação, agora com o intuito de apurar a responsabilidade do Sr. Isaac Berensztein, Diretor de Relações com Investidores da Embrapar por ocasião dos fatos narrados, na ocorrência daquelas irregularidades, o que representaria infração aos artigos 2º da Instrução CVM nº 248/96 e 3º da Instrução CVM nº 358/02.
5. Para facilitar a compreensão destas imputações, segue adiante a lista, organizada em ordem cronológica, dos fatos relacionados à operação da companhia que foram debatidos ao longo deste processo:

(i)	06/12/04	Divulgação de Fato Relevante comunicando que a Diretoria encaminhara proposta de aumento de capital ao Conselho de Administração (fls. 16/17).
-----	----------	--

(ii)	15/12/04	Aprovação da proposta pelo Conselho de Administração (fls. 18/20).
(iii)	23/12/04	Entrega à Sec dos formulários F3 e F6K (fls. 220/291 e 292/295).
(iv)	03/02/05	Aprovação, pelo Conselho de Administração, dos termos finais da operação (fls. 23/28). Divulgação de Fato Relevante comunicando a deliberação do Conselho (fls. 21/22).
(v)	07/02/05	Novo envio à Sec de formulários F3 (aditamento ao anterior) e F6K (nova versão) (fls. 39/122).
(vi)	09/02/05	Solicitação de esclarecimentos pela BOVESPA a respeito de matéria veiculada na mídia sobre o aumento de capital da Embrapar.
(vii)	10/02/05	Comunicado ao mercado, assinado pelo defendente, em resposta à BOVESPA comentando a matéria acima referida (fls. 29/30).
(viii)	15/02/05	Aviso aos acionistas contendo os termos finais da operação, deliberada pelo Conselho de Administração em 03/02/05 (fls. 31/35).
(ix)	16/02/05	Deliberação CVM nº 478/05, determinando a interrupção do processo de aumento de capital (fls. 124/126).
(x)	17/02/05	Cumprimento das determinações da Deliberação CVM nº 478/05.
(xi)	18/02/05	Deliberação CVM nº 479/05, autorizando a continuidade da operação (fls. 183/184).

#### Do Termo de Acusação

6. A Superintendência de Relações com Empresas - SEP apresentou Termo de Acusação (fls. 321/330), em razão de não haver uniformidade entre as informações divulgadas no mercado local e aquelas contidas nos formulários apresentados à Sec.
7. De acordo com a área técnica, tanto no formulário F-3 como em seu aditamento (itens iii e v supra), a companhia afirmava que pretendia promover uma recolocação das sobras de ações não subscritas, o que só teria chegado ao conhecimento dos investidores brasileiros por ocasião do Aviso aos Acionistas (item viii). Esta acusação é ilustrada no Termo de Acusação com a transcrição do seguinte trecho do referido formulário:

*"Não esperamos conduzir mais do que duas rodadas de novas ofertas, já que a recente prática de mercado no Brasil indicou que raramente é necessário conduzir mais de duas rodadas de novas ofertas para garantir a subscrição completa para uma oferta de direitos de subscrição. Entretanto, se quaisquer ações permanecerem não subscritas após o término da segunda rodada de sobras, poderemos conduzir rodadas adicionais de novas ofertas até que nenhuma ação permaneça não subscrita, ou poderemos oferecer quaisquer ações que permanecerem não subscritas em um leilão público no pregão da Bolsa de Valores de São Paulo, no qual poderão participar pessoas que não sejam nossos acionistas".*

8. Ademais, também foi noticiado nos formulários F-3 que o controlador pretendia adquirir ações ordinárias e preferenciais das sobras que permanecessem não subscritas, aumentando assim sua participação no capital da empresa. Confira-se o que diz outro segmento do documento:

*"Desde 7 de fevereiro de 2005, a Telmex possui 90,3% de nossas ações ordinárias. A Telmex identificou que, dependendo das condições do mercado, ela pretende exercer totalmente seus direitos de subscrição para todas as ações ordinárias às quais ela tem direito na oferta de subscrição. A Telmex também indicou que, dependendo das condições do mercado, ela pretende subscrever quaisquer ações ordinárias e preferenciais remanescentes as quais ela tiver direito nas rodadas de novas ofertas, e poderá comprar ações adicionais em qualquer leilão público que for realizado a respeito das ações que permanecerem não subscritas após as rodadas de novas ofertas. A Telmex não é obrigada a comprar nenhuma ação, e ela poderá decidir não fazer isso".*

9. A divulgação dessa informação no Brasil só veio a ocorrer após a edição da Deliberação CVM nº 478/05 (item ix).

10. Quanto aos ativos a serem adquiridos pelo controlador da Embrapar, a peça acusatória ressalta que o formulário 6K, de 23.12.2004, já deixava claro tratar-se da Telmex do Brasil Ltda. e de uma participação minoritária em Net Serviços de Comunicação S.A.
11. Em outro formulário F6K (item v), a Embrapar teria ido ainda mais adiante em seus esclarecimentos. Recorra-se novamente à transcrição do documento, também reproduzida no Termo de Acusação:

*"... a Telmex espera adquirir uma participação acionária direta e indireta na Net entre 30% e 60% (valor calculado multiplicando-se as ações da Net que serão detidas por uma companhia de propósito específico pela participação da Telmex neste veículo, adicionando-se a participação direta no capital da Net detida pela Telmex). A Telmex também anunciou que o custo total destas participações na Net deverá ficar em torno de US\$250 milhões e US\$370 milhões e que espera que seus custos e participação acionária fiquem próximos dos limites superiores deste intervalo. De acordo com as leis brasileiras que governam os operadores de TV a cabo, uma vez que a Telmex não é controlada por brasileiros, nem a Telmex nem a Embratel podem controlar a Net. A Globo Comunicações e Participações S.A., Distel Holding S.A. e Roma Participações Ltda. (juntas, "Globo") irão deter a maioria do capital votante da companhia de propósito específico, que, por sua vez, irá deter a maioria das ações votantes da Net. A Telmex concordou que, caso a lei brasileira mude e permita que a Telmex venha a controlar a Net, a Telmex tem i) o direito de adquirir da Globo uma participação adicional na companhia de propósito específico, dando-lhe controle de 51% das ações votantes da Net e ii) a Globo tem o direito de vender esta participação para a Telmex".*

12. A SEP chama a atenção para o fato de que, após a entrega desse formulário, a companhia, atendendo solicitação da BOVESPA, divulgou um Comunicado ao Mercado (item vii) a respeito de algumas matérias veiculadas na mídia, dentre as quais constava a citação "A Embratel comprará uma parte minoritária da NET".
13. No entanto, nos esclarecimentos prestados, a Embrapar não especificou quais os ativos seriam adquiridos de seu controlador. Nada foi concretamente mencionado com relação à NET, que era exatamente um destes ativos, e muito menos quanto à forma de aquisição desta sociedade, que diferia bastante do que fora noticiado pela mídia, segundo o trecho acima transcrito do formulário F6K.
14. Com base nestes fatos, a SEP concluiu que houve descumprimento do artigo 3º da Instrução CVM nº 358/02 e do artigo 2º da Instrução CVM nº 248/96, uma vez que as informações contidas nos formulários enviados à Sec não foram divulgadas simultaneamente e de forma adequada no mercado brasileiro.
15. Portanto, pelos motivos acima, decidiu responsabilizar o Sr. Isaac Berensztejn, Diretor de Relações com Investidores da Embrapar, por não ter divulgado imediatamente informações relevantes de seu conhecimento, constantes, inclusive, dos formulários veiculados no mercado americano, o qual, devidamente intimado (fl. 332), apresentou sua defesa (fls. 341/371).

#### Das Razões de Defesa

16. O defendente inicia a exposição de suas razões afirmando que a Embrapar sempre buscou respeitar e observar as normas que tratam de divulgação de fatos relevantes ao mercado de valores mobiliários e que no caso do qual se cuida não foi diferente.
17. Remetendo à definição contida no artigo 2º da Instrução CVM nº 358/02, o indiciado lembra que fato relevante é aquele que (1) pode influir, de modo ponderável, na cotação do valor mobiliário de emissão da companhia, assim como aquele que (2) possa influir na decisão do investidor de adquirir ou alienar valor mobiliário de sua emissão, ou, ainda, (3) possa influir na decisão do exercício de direito inerente à condição de titular de valor mobiliário de emissão da companhia.
18. De acordo com a tese sustentada pelo defendente, os fatos ventilados no âmbito deste processo não tinham como produzir qualquer destes efeitos, pois não passavam de um detalhamento maior do que já havia sido exposto ao mercado brasileiro.
19. Segundo se alega, seria irrelevante aos investidores locais conhecer as alternativas que estavam sendo cogitadas pela companhia para as sobras que poderiam subsistir após o exercício de preferência por parte dos acionistas. Do mesmo modo, tampouco poderiam produzir qualquer impacto no mercado a especificação de ativos do controlador que a Embrapar considerava analisar para efeitos de uma possível aquisição. Tanto assim que, divulgadas no mercado brasileiro as informações contidas nos formulários enviados à Sec, nada de extraordinário ocorreu com a cotação das ações de emissão da companhia.

20. Também é ressaltado o fato de que a Diretoria decidiu comunicar ao mercado o mero propósito de deliberar o aumento de capital (item i), que só veio a efetivamente se concretizar em 03.02.2005 (item iv), isto é, quando o Conselho de Administração aprovou os termos finais da proposta, que foram imediatamente repassados ao público.
21. Assim, quando houve efetivamente fato relevante, ele foi comunicado, inclusive com procedimentos relativos a eventuais sobras e quanto à possibilidade de parte dos recursos serem utilizados para aquisição de ativos que o controlador detinha no Brasil.
22. Quanto à divulgação prévia dos Formulários F-3, o que se alega é que a primeira versão, não entregue à CVM, era apenas a preliminar, dependente de uma versão subsequente que conteria os termos definitivos da operação, os quais, à época, ainda estavam sujeitos à deliberação por parte da Assembléia Geral e do Conselho de Administração.
23. Já a versão definitiva, que deveria ter sido disponibilizada à CVM e à Sec, simultaneamente, apenas não o foi porque, segundo o indiciado, a tradução para o português, que havia sido encomendada a terceiro, não ficou pronta a tempo. Desta forma, alegando cuidar-se de fato alheio à sua vontade, o defendente sustenta ser impossível que se cogite sobre sua responsabilidade, eis que jamais teve intenção de ferir a regulamentação editada pela CVM.
24. Ademais, afirma-se que, de toda sorte, a falha na qual a Embrapar involuntariamente incorreu não gerou qualquer prejuízo a seus acionistas ou ao mercado. Afinal, por força da Deliberação CVM nº 478/05, a companhia suspendeu o processo de capitalização e só o retomou quando o teor dos formulários F-3 e F6K foi disponibilizado em português, ou seja, quando já estava sanada a falha e, não havendo dano, por conseqüência, torna-se impossível a imputação de qualquer responsabilidade ao acusado.

É o Relatório.

## VOTO

EMENTA: É responsabilidade do diretor de relações com investidores divulgar aos investidores locais, de forma simultânea, as mesmas informações divulgadas no exterior. Infração ao disposto no artigo 2º da Instrução CVM nº 248/96.

1. Inicialmente, parece-me imprescindível abordar uma questão formal quanto à acusação da qual se cuida neste processo. Não me restou suficientemente claro se as infrações aos artigos 2º da Instrução CVM nº 248/96 e 3º da Instrução CVM nº 358/02 foram imputadas ao defendente de forma conjunta, como um só ilícito, ou isoladamente, isto é, como duas irregularidades distintas e independentes.
2. A interpretação literal dos capítulos IV e V do Termo de Acusação tende a conduzir a esta última hipótese, ou seja, atribuir ao indiciado duas infrações autônomas. Se foi isto mesmo o que pretendeu a SEP, trata-se, a meu sentir, de um procedimento inadequado, capaz até de gerar uma punição bis in idem.
3. Dispõe o artigo 2º da Instrução CVM nº 248/96:

Art. 2º - As companhias abertas que divulgarem, no exterior, demonstrações ou informações adicionais às requeridas pela legislação societária e pelas normas desta Comissão deverão, simultaneamente, divulgá-las também no País. (grifei)

4. E o artigo 3º da Instrução CVM nº 358/02:

Art. 3º - Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à CVM 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. (grifei)

5. Como se pode perceber, há uma relação de continência entre os dois dispositivos. A Instrução 358/02 tem por objeto a disciplina dos fatos relevantes, e por isso só impõe a divulgação simultânea de tais fatos. Já a Instrução 248/96 impõe esta mesma obrigação a qualquer fato divulgado no exterior, seja relevante ou não.
6. Assim, quando a informação for relevante e, além disso, for divulgada no exterior, como entendeu a SEP no caso concreto, haverá, em tese, uma sobreposição de comandos legais aplicáveis.

7. Mas a apuração de responsabilidades no âmbito do Direito Administrativo Punitivo, assim como no Direito Penal, deve se ater à conduta dos envolvidos, e não ao número de normas que tornem aquela conduta ilícita. Ou seja: se houver dez normas teoricamente aplicáveis a uma única conduta de um determinado acusado, nem por isso ele estará sujeito a dez penalidades.
8. Nestes casos, deve-se, através dos princípios do conflito aparente de normas, selecionar qual delas se aplica aos fatos com maior propriedade. Não há como aplicá-las concomitantemente. No caso concreto, não há como conceber que a omissão quanto às mesmas informações possa representar, a um só tempo, uma infração aos dois normativos acima citados.

Da Infração ao artIGO 2º da Instrução cvm nº 248/96

9. Em virtude do exposto, parece-me que a acusação deva se restringir a apenas um dos dispositivos e, para saber qual deles, antes é necessário apurar se as informações eram ou não relevantes.
10. Segundo a SEP, as informações que teriam sido sonegadas aos investidores locais são: (a) intenção da companhia em promover a recolocação das sobras de ações não subscritas, (b) possibilidade de seu acionista controlador participar em eventual leilão de sobras destas ações na Bolsa de Valores de São Paulo e (c) menção a ativos do controlador que a companhia cogitava adquirir.
11. A meu sentir, tais informações, no caso concreto, não se enquadram nos parâmetros da Instrução 358/02<sup>1</sup>, portanto não são relevantes. Eram, ao contrário, informações meramente complementares àquelas já divulgadas no âmbito da emissão de ações então realizadas e que por isso não tinham o condão de, por si só, alterar as expectativas dos investidores.
12. E, de fato, em nenhum momento o mercado parece ter sido afetado por tais dados. Analisando o comportamento dos principais valores mobiliários de emissão da Embrapar negociados no Brasil e nos Estados Unidos entre 01.12.04 e 28.02.05, percebe-se que sempre existiu entre eles uma alta correlação, o que provavelmente não teria ocorrido se alguma informação relevante tivesse sido divulgada antecipadamente no exterior.
13. Também é válido notar que, mesmo tratando-se de uma operação amplamente comentada pela mídia, muito pouco se disse a respeito do impacto destas informações sobre o resultado da emissão. Enquanto várias notícias eram veiculadas na imprensa acerca de fatos efetivamente relevantes para a companhia – por exemplo, o resultado apresentado durante o exercício e o acordo sobre tarifas de interconexão celebrado junto a outras operadoras – apenas uma instituição<sup>2</sup> alterou sua recomendação para investimentos nas ações da Embrapar por razões ligadas às eventuais sobras das novas ações.
14. Isto, evidentemente, é muito pouco para tornar relevante o que não é relevante.
15. Ademais, como bem observado pela defesa, quando, por determinação da CVM, tais fatos foram divulgados no Brasil nada de extraordinário ocorreu com o preço das ações.
16. Tais constatações afastam a incidência da Instrução 358/02, pois as informações omitidas não eram relevantes. Isto não significa, porém, que tais informações tenham sido corretamente prestadas, como determina a Instrução CVM nº 248/96.
17. Este normativo, como já se disse, tem aplicação muito mais objetiva e independe da análise quanto à relevância da informação. Para que o ilícito reste configurado, basta haver divulgação não simultânea de dados entre dois ou mais mercados. E isto, indiscutivelmente, ocorreu no caso concreto.
18. De fato, quase todas as 373 páginas deste processo são compostas pelos documentos entregues pela Embrapar no Brasil e nos Estados Unidos, documentos estes que evidenciam a assimetria de informações descrita no relatório que precede este voto.
19. Chama a atenção, em particular, a intenção da companhia em adquirir participações de Net Serviços de Comunicação S.A. e de Telmex do Brasil Ltda., o que foi mantido em sigilo perante o mercado local durante todo o processo da emissão. Mesmo instada pela Bolsa de Valores de São Paulo a se manifestar a respeito, a companhia pouco esclareceu sobre seus propósitos, nada obstante já tivesse fornecido explicações muito mais abrangentes aos investidores estrangeiros.
20. No formulário F-6K de 07/02/05, por exemplo, a companhia chegou até mesmo a apresentar uma estimativa do custo de aquisição destes ativos, algo em torno de 35% a 50% do valor da oferta que estava sendo realizada.

21. Por fim, de forma a rebater um último ponto aventado na defesa, registro que a suposta demora na elaboração da tradução para o português dos formulários entregues à Sec é motivo manifestamente insuficiente para elidir a responsabilidade do acusado.
22. Na qualidade de Diretor de Relações com Investidores, cumpria ao indiciado assegurar todas as condições para que a disseminação das informações ocorresse de forma simultânea, o que incluía a elaboração prévia da referida tradução. Se, por qualquer motivo, isto não foi possível, então a operação deveria ter sido espontaneamente suspensa pela Embrapar. O que não se pode permitir é que uma pretensa falha interna da companhia justifique o descumprimento da regulamentação editada por esta autarquia.
23. Assim, ainda que se admita que o acusado não tenha agido com dolo, certamente agiu de forma negligente, nada havendo, portanto, que o esquive da punição por infração ao artigo 2º da Instrução CVM nº 248/96.
24. De mais a mais, é no mínimo curioso que a tradução dos formulários entregues à Sec tenha demorado vários dias para ficar pronta e que, quando a CVM determinou a interrupção do aumento de capital, a companhia a tenha disponibilizado em menos de 24 horas.

## CONCLUSÃO

25. Ante o exposto, com fundamento no artigo 11, inciso I, da Lei nº 6.385/76, proponho a aplicação da pena de advertência ao Sr. Isaac Berensztejn, por infração ao artigo 2º da Instrução CVM nº 248/96.
26. Outrossim, proponho a absolvição do indiciado da imputação de violação ao artigo 3º da Instrução CVM nº 358/02.

É o meu VOTO.

Rio de Janeiro, 30 de novembro de 2005.

Norma Jonssen Parente

Diretora-Relatora

1Art. 2º - Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

2Trata-se do banco de investimentos JP Morgan, conforme publicação do jornal Valor econômico, em 10 de janeiro de 2005.

Voto proferido pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005-2793, realizada no dia 30 de novembro de 2005.

Senhor presidente, antes de pronunciar o meu voto farei uma ligeira digressão: entendo que o art. 2º, da Instrução CVM nº 248/96, impõe a divulgação de qualquer fato, seja ele relevante, ou não.

Eu proponho estudarmos se de fato há uma superposição, como foi, bem colocado, pela doutora Norma, com relação a esse aspecto do art. 3º da Instrução CVM nº 358/02, pois, entendo que, independente de ser, ou não, relevante, deve ser cumprido o que está disposto no art. 2º da Instrução CVM nº 248/96.

Parece-me que, de fato, não houve tal relevância, mas, teria de ser divulgada, independente de ser, ou não, fato relevante. Por isso, acompanho, na conclusão, o voto da diretora-relatora.

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor

Voto proferido pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, na Sessão de Julgamento do dia 30 de novembro de 2005.

Eu acompanho a diretora-relatora quanto à conclusão, embora divirja de alguns dos seus fundamentos. Minha primeira divergência refere-se às suas conclusões quanto à imputação da infração ao art. 2º da Instrução CVM nº 248/96 e ao art. 3º da Instrução CVM nº 358/02.

Ao contrário da relatora, entendo que uma mesma conduta pode acarretar a infração de duas normas da CVM, gerando duas sanções administrativas, basta que bens jurídicos diferentes tenham sido atingidos. No caso concreto, no entanto, as duas infrações protegem o mesmo bem jurídico, enquanto o art. 3º da Instrução CVM nº 358/02 procura assegurar a divulgação isonômica de fatos relevantes, a Instrução CVM nº 248/96 procura assegurar a divulgação isonômica, não só de fatos relevantes mas de todas as informações, entre investidores não residentes no Brasil e os residentes. Ou seja, essas normas visam a proteger o mesmo bem jurídico (tratamento isonômico dos investidores, com relação à divulgação de informações).

Minha segunda divergência refere-se à necessidade de que, para que um fato seja considerado relevante, a sua divulgação deve acarretar alteração da cotação dos valores mobiliários da emissora objeto desse fato. A legislação não exige isso, basta que o fato possa influenciar a decisão de investimento e não que efetivamente influencie. A modificação da cotação do valor mobiliário (ou a decisão de investimento) efetiva vai ser influenciada não só pelo fato relevante, mas por outros dados relativos à economia, ao setor de atuação, ao próprio mercado, a outras informações da emissora e às perspectivas da emissora. A soma de todos esses fatores pode resultar em manutenção das cotações após a divulgação do fato relevante. É por isso que a legislação exige apenas que o fato seja apenas uma das variáveis dessa equação.

No caso concreto, divulgou-se nos Estados Unidos, mas não no Brasil, informações relacionadas à aquisição de uma série de ativos de titularidade do controlador da emissora e que influenciariam os resultados financeiros da emissora e suas operações de forma significativa. Só para quantificar, como informou a relatora, essa aquisição teria um custo aproximado de 35 a 50% do aumento de capital que estava a se realizar (conforme constou do Formulário 6K arquivado na Securities & Exchange Commission).

Minha última divergência com relação ao voto da relatora refere-se à necessidade de haver disparidade de preços entre as ações e os ADRs negociados em Nova Iorque para que se caracterize a infração ao art. 2º da Instrução CVM nº 248/96. Isso é irrelevante pelos mesmos motivos que tornam irrelevante a mudança de preço para que um fato seja considerado relevante. Além disso, a atividade de arbitragem entre os dois mercados garante a correlação dos preços das ações e dos ADRs, independentemente do conhecimento da informação que geraria mudança de preço dos ADRs pelos arbitradores. Adicionalmente, os investidores internacionais podem atuar nos dois mercados e os grandes investidores nacionais normalmente têm acesso à informação divulgada no exterior também e teriam tomado suas decisões de investimento com base na informação completa. Apenas os pequenos investidores seriam afetados pela assimetria informacional. No caso das companhias brasileiras com ADRs negociados na Bolsa de Nova Iorque, bem como da maioria das companhias abertas brasileiras com ações com alta liquidez, esses investidores são tomadores de preço e não formadores. Por esses motivos, normalmente, a divulgação de informações, apenas no mercado norte-americano, tende a não resultar em diferença de preços entre esse mercado e o brasileiro.

É como voto.

Rio de Janeiro, 30 de novembro de 2005.

Pedro Oliva Marcílio de Sousa

Diretor

Voto proferido pelo Diretor Sergio Weguelin, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005-2793, realizada no dia 30 de novembro de 2005.

Senhor presidente, eu também tenho dúvidas com relação à questão em tela ser, ou não, fato relevante.

Concordo com o diretor Pedro Marcílio no que se refere à sua observação de que seria um fato grave a omissão da destinação dos recursos, mas, na essência, acompanho o voto da diretora-relatora.

Sergio Weguelin

Diretor

Voto proferido pelo presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005-2793, realizada no dia 30 de novembro de 2005.

Eu também acompanho o voto da diretora-relatora e concluo que, na verdade, todos nós concordamos, inclusive a doutora Norma, que a Superintendência de Relações com Empresas poderia ter feito duas acusações separadas, se entendesse que tinha sido, ao mesmo tempo, omitida a divulgação de um fato relevante no Brasil, o que resultaria numa acusação de infração à Instrução CVM nº 358/02; e omitida no Brasil uma informação relevante, ou não divulgada no exterior.

Se ela entendesse que essa informação era a mesma, então deveria ter acusado com base no disposto na Instrução 358; que é mais importante do que a Instrução nº 248, que estipula que se uma informação for divulgada no exterior tem de ser divulgada simultaneamente aqui no Brasil.

O certo é que a divulgação, no exterior, de um fato relevante não elimina a necessidade da divulgação desse fato relevante aqui no Brasil.

De sorte que a SEP realmente teve alguma dificuldade ao processar a acusação e, ao que me parece, os membros deste Colegiado não aplicariam uma pena além da advertência, quer reconhecendo que a infração foi à Instrução CVM nº 358, quer reconhecendo que foi uma infração à Instrução CVM nº 248. Acompanho também as ressalvas feitas, pois acho que o fato era, potencialmente, relevante, mas, não altera a nossa decisão quanto à pena.

Quanto aos fatos posteriores, também concordo que a cotação em si não é um fator para excluir, ou para determinar, relevância na omissão da informação, mas, sem dúvida, vão influir na dosimetria da pena, não é mesmo? Quer dizer, acho que todos nós também reconhecemos que a não influência nas cotações nos leva à aplicação de uma pena meramente de advertência.

Subscrovo inteiramente as duas observações do diretor Pedro Marcílio, especialmente a relativa à preservação da confiança no mercado, que, a meu ver, é a principal função na atuação da CVM.

A CVM vai ser sempre tardia e provavelmente ineficaz no que se refere a corrigir ineficiências do mercado, porque o mercado fará isso muito antes de a CVM chegar, pois quando a CVM constatar que houve uma infração anos, meses, ou dias antes, o mercado já terá corrigido as suas deficiências econômicas. Mas a confiança só vai ser assegurada, de fato, com uma presença atuante do regulador e, portanto, consoante a expectativa de todos de que a lei está sendo cumprida. De sorte que, sem nenhum reparo, eu concordo inteiramente com a perfeita observação do diretor Pedro Marcílio.

Feitos esses esclarecimentos, proclamo o resultado do julgamento com a imposição de pena de advertência ao indiciado por violação da

Instrução CVM nº 248/96; absolvendo-o, por outro lado, da imputação de violação da Instrução CVM nº 358/02, da qual o Colegiado desta Comissão interporá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Informamos, ainda, que o acusado punido poderá interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao citado Conselho.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente