

SESSÃO DE JULGAMENTO
DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

CVM Nº RJ2006/5928

Acusados: Francisco Silvério Morales Céspedes

Ementa: **Não divulgação de fato relevante. Infração ao art. 3º c/c art. 6º, parágrafo único, da Instrução 358/02. Advertência.**

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e no art. 11 da Lei nº 6.385/76, por unanimidade de votos decidiu aplicar a pena de advertência ao acusado, por infração ao art. 3º c/c art. 6º, parágrafo único, da Instrução 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.

Proferiu defesa oral o advogado dr. José Luiz Homem de Mello, representante legal do acusado Francisco Silvério Morales Céspedes.

Presente à sessão de julgamento a procuradora-federal Lina Maria Continelli, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Presentes o diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, relator e presidente da sessão, o diretor-substituto Antônio Carlos de Santana e a diretora Maria Helena de Santana.

Rio de Janeiro, 17 de abril de 2007.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Relator e Presidente da Sessão de Julgamento

Relatório

01. Trata-se de Termo de Acusação apresentado pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") em face de Francisco Silvério Morales Céspedes ("Indiciado"), Diretor de Relações com Investidores ("DRI") da São Paulo Alpargatas S.A. ("Companhia"), à época dos fatos, sob a acusação de infração ao disposto nos arts. 3º e 6º da Instrução 358/02, em razão da não antecipação da divulgação de fato relevante, uma vez constatada a oscilação atípica nos preços e quantidades de negociação das ações preferenciais emitidas pela Companhia.

02. Em 29.12.03, a Gerência de Acompanhamento de Mercado – 1 ("GMA-1") produziu o Relatório de Análise GMA-1 Nº 04/03 (fls. 01/05), no qual identificou oscilações significativas, sem motivo aparente, no preço de ações preferenciais da Companhia, a partir do dia 31.10.02. A evolução dos preços e das quantidades de ações negociadas está demonstrada no quadro de fls. 04/05 dos autos.

03. A GMA-1 também observou que a Companhia divulgou dois fatos relevantes no mês de novembro de 2002. De acordo com o Termo de Acusação, seriam eles:

(i) em 11.11.02¹ (fls. 111) foi publicado fato relevante noticiando que, no dia 08.11.02, a Companhia firmara um acordo judicial com alguns fundos administrados por Dynamo Administradora de Recursos Ltda ("Fundos Dynamo"), no qual reconhecia que as ações preferenciais de sua emissão faziam jus a dividendos 10% superiores aos atribuídos às ações ordinárias (fls. 139/148); e

(ii) em 12.11.02 (fls. 112) foi publicado fato relevante informando que, no mesmo dia, a Companhia contratou com o Internacional Finance Corporation ("IFC"), um empréstimo no valor de US\$ 30 milhões, com carência de três anos para pagamento, destinados a financiar o programa de investimentos da companhia, no período de 2001 a 2004.

04. Tendo em vista que a movimentação considerada atípica das ações preferenciais da Companhia teve início antes da divulgação dos fatos relevantes acima apontados, a GMA-1 suscitou a hipótese de infração ao art. 6º da Instrução

358/02². Adicionalmente, constatou-se que a quantidade de ações negociadas em uma das operações ultrapassava o percentual de 5% do total das ações preferenciais em circulação e que, portanto, as partes desta operação deveriam ter comunicado à CVM a alteração em suas posições acionárias, o que, todavia, não ocorreu. Tais fatos foram comunicados a SEP, que passou a investigá-los mais detidamente.

Termo de Acusação

05. A SEP apurou, com relação à contratação de empréstimo junto ao IFC, que o assunto foi objeto de reuniões do conselho de administração em 04.04.02 e em 04.11.02. Na primeira reunião, houve aprovação da negociação do empréstimo; na segunda, aprovou-se a contratação. Da ata desta última reunião, consta recomendação expressa do conselho de administração para que seja realizada a publicação de fato relevante e a divulgação da operação (fls. 86).

06. No que diz respeito ao acordo judicial com os Fundos Dynamo, a SEP observou que a ata da reunião do conselho de administração de 08.11.02, que abordou o tema, fazia menção à aprovação dos "termos e condições do acordo judicial celebrado pela sociedade", o que levou a área técnica a concluir que o acordo, àquela altura, já havia sido formalizado e, possivelmente, teria havido alguma discussão prévia no âmbito do conselho. Questionada a respeito, a Companhia informou que, de fato, a questão havia sido abordada e detalhadamente discutida na reunião do conselho de administração, ocorrida em 04.11.2002³.

07. O quadro abaixo facilita a visualização destes eventos ao longo do tempo. A área sombreada representa o período considerado de movimentação atípica das ações:

04.04	31.10	04.11	08.11	11.11	12.11	13.11
RCA. Negociação do Empréstimo junto ao IFC.		RCA. Empréstimo IFC e discussão do acordo judicial.	RCA Aprovação do acordo judicial. Celebração do acordo judicial.	Fato Relevante Acordo judicial	Contratação do empréstimo junto ao IFC.	Fato Relevante: Contratação do empréstimo junto ao IFC.

08. Ressaltou-se, ainda que o Indiciado esteve presente na reunião do conselho de administração de 04.11.02 e que, portanto, tinha conhecimento das matérias ali discutidas, ao menos desde essa data.

09. Como, no entanto, os fatos relevantes relativos às operações acima citadas só foram publicados em 11.11.02 e 13.11.02, a SEP entendeu que teria restado violado o art. 3º da Instrução 358/02, que determina a divulgação imediata de fato relevante. Além disso, nesse intervalo de tempo, as ações de emissão da Companhia estariam passando por uma oscilação atípica, o que reforçava a necessidade de divulgação imediata do fato relevante, de acordo com o parágrafo único do art. 6º da mesma instrução.

10. Em atendimento ao art. 6º-B da Deliberação 457/02, antes da elaboração do Termo de Acusação, foi solicitada a manifestação prévia do Indiciado a respeito dos fatos acima. Em resumo, o Indiciado alegou que a publicação dos avisos de fato relevante ocorreu, nas duas hipóteses, no primeiro dia útil subsequente a que se concretizaram, ou seja, no primeiro dia útil seguinte, respectivamente, à formalização do acordo judicial e à assinatura do contrato de empréstimo junto ao IFC (fls. 161/162).

11. Contudo, tais argumentos não convenceram a área técnica, que elaborou o Termo de Acusação de fls. 171/177, imputando ao Indiciado a responsabilidade por infringir o art. 3º c/c o parágrafo único do art. 6º, ambos da Instrução 358/02. A SEP observou, ainda, que deixou de acusar os demais conselheiros, como a princípio seria cabível à luz dos §§ 1º e 2º do art. 3º do mesmo normativo⁴, tendo em vista que os conselheiros presentes à reunião de 04.11.02 expressamente recomendaram a publicação de fato relevante, noticiando a operação de empréstimo junto ao IFC.

12. Por fim, não foi objeto do Termo de Acusação a questão da atuação dos comitentes, que negociaram participações superiores a 5% (cinco por cento) das ações preferenciais emitidas pela Companhia sem a publicação de fato relevante, em descumprimento aos termos do art. 12 da Instrução 358/02. Oficiados pela CVM, os comitentes reconheceram que não haviam cumprido o dispositivo tempestivamente e publicaram os avisos devidos, arcando com

a multa cominatória correspondente ao período de atraso.

Defesa

13. Intimado, o Indiciado apresentou sua defesa às fls. 186/232.

14. O principal argumento apresentado foi o de que a negociação das ações no período apontado pela CVM (31.10.02 a 08.11.02) não seria atípica sob nenhuma ótica – nem quanto aos preços praticados, nem quanto às quantidades de ações negociadas. Por se tratar de ativos de pouca liquidez, oscilações dessa natureza eram comuns com as ações de emissão da Companhia, já tendo inclusive ocorrido no passado, em diversas ocasiões, sem nenhum fato relevante que as justificasse.

15. A fim de demonstrar a iliquidez das ações da Companhia, o Indiciado apresenta diversos exemplos do comportamento das ações preferenciais, alguns dos quais transcritos a seguir:

(i) das ações negociadas em fevereiro de 2001, 94% se concentraram no pregão do dia 07.02.01;

(ii) das ações negociadas em março de 2001, 97,99% se concentraram no pregão do dia 20.03.01;

(iii) das ações negociadas em agosto de 2002, 81,13% se concentraram no pregão do dia 16.08.02; e

(iv) dos 23 pregões ocorridos no mês de outubro de 2002, em 17 não houve qualquer negociação de ações da Companhia.

16. Em virtude de sua baixa liquidez, os negócios com as ações freqüentemente resultavam em alterações significativas de quantidade, preço e cotação. Tais alterações não se distanciariam da alteração de 13,3% que as ações teriam sofrido no período analisado neste processo. Seguem outros exemplos apresentados:

(i) em cinco pregões, no período de 23.08.2002 e 30.08.2002, as ações variaram 14,99%;

(ii) em dois pregões, no período de 16.07.2002 a 18.07.2002, as ações variaram 9,38%;

(iii) em dois pregões, no período de 22.11.2001 a 26.11.2001, as ações variaram 15,36%; e

(iv) em seis pregões, no período de 02.01.2001 a 10.01.2001, as ações variaram 14,61%.

17. Com relação à quantidade de ações negociadas, o Indiciado assinala que foram negociados, respectivamente, 260, 450 e 760 lotes de 1.000 ações, nos dias 31.10.02, 04.11.02 e 08.11.02. Ressaltou, também, que quantidades similares, e muitas vezes superiores a estas já tinham sido observadas em diversas oportunidades, inclusive em 11 (onze) datas especificamente citadas na defesa, compreendidas no período de janeiro de 2001 a agosto de 2002.

18. No que se refere às operações do dia 06.11.02, sustentou a defesa que a quantidade de ações negociadas – 14.510 lotes de 1.000 – teria sido influenciada pela atuação de Francisco Ribeiro de Magalhães Filho, acionista minoritário e sem qualquer outra relação com a Companhia, que isoladamente alienou 10.000 lotes. De todo modo, o Indiciado mais uma vez frisa que quantidades semelhantes e até bastante superiores já tinham sido objeto de pregões anteriores (por exemplo: 60.740 lotes em 20.03.2001).

19. Por conta de tais fatos, o comportamento das ações de emissão da Companhia no período analisado teria sido compatível com ocorrências observadas em diversos outros períodos, não havendo que se falar, portanto, na incidência do art. 6º da Instrução 358/02.

20. Sobre os preços de negociação das ações, o Indiciado pondera que os investidores que adquiriram as ações entre 31.10.02 e 08.11.02 teriam pago um preço médio mais alto, o que provavelmente não aconteceria se detivessem alguma informação privilegiada. A situação teoricamente capaz de despertar preocupação seria a inversa, ou seja, pessoas adquirindo ações em momento anterior, por um preço mais baixo, para imediatamente em seguida ganhar com a valorização dos ativos. Dessa forma, o quadro que se verificou no período analisado não caracterizaria o uso de informação privilegiada por terceiros em detrimento dos investidores.

21. Quanto à necessidade de divulgação de fato relevante, a defesa alega que os dois fatos relevantes discutidos no processo – o empréstimo junto ao IFC e o acordo judicial com os Fundos Dynamo – só poderiam ser divulgados, como foram, após a concretização dos eventos a que diziam respeito. Isso porque, em nenhum dos dois casos, a decisão do conselho de administração, por si só, formalizava os atos. Em ambos os casos, um acordo de vontades

seria necessário, o que, portanto, poderia não vir a ocorrer por motivos alheios à Companhia. Diante dessa possibilidade, a divulgação precipitada das informações ao mercado seria temerária e, aí sim, poderia gerar oscilações artificiais na negociação das ações da Companhia.

22. No caso do empréstimo, o Indiciado argumenta que a menção dos conselheiros à publicação de fato relevante, conforme se extrai da ata da reunião de 04.11.02, não deveria ser entendida como uma instrução para a publicação imediata e divulgação ao mercado da autorização para dar prosseguimento às negociações com o IFC. Tratava-se apenas de um registro para que, quando necessário, a operação fosse divulgada ao mercado, o que, afinal, ocorreu com a publicação do fato relevante, em 13.11.02.

23. Ainda com relação ao empréstimo, o Indiciado acrescenta que, em função do volume e das condições próximas ao padrão de mercado, o mútuo não teria o condão de alterar os bons níveis de liquidez apresentados pela Companhia. Ressalta, por fim, que as parcelas do empréstimo só teriam começado a ser efetivamente desembolsadas em junho e outubro de 2003, e o saldo de US\$ 15 milhões – metade, portanto, do valor originalmente previsto – nunca teria sido desembolsado e teria sido posteriormente cancelado.

24. No que diz respeito ao acordo com os Fundos Dynamo no âmbito do processo judicial, o Indiciado salienta que os processos já seriam de conhecimento público, até mesmo em função da publicidade que lhe conferem os artigos 155 do Código de Processo Civil e 93, IX da Constituição Federal. Além disso, a lei exigiria a divulgação dos fatos relevantes, não das razões, motivações ou intenções por trás destes fatos, de forma que não haveria razão para que se dessa publicidade a uma mera negociação do acordo, o que inclusive poderia ameaçar sua concretização.

25. Com base nesses argumentos, o Indiciado requereu o arquivamento do processo sem a imposição de sanções administrativas, não tendo sido apresentada proposta de Termo de Compromisso.

É o Relatório.

Voto

Análise Normativa

26. Os fatos deste processo inserem-se em uma categoria já analisada diversas vezes pela CVM em processos administrativos sancionadores. Não conheço uma só decisão contraditória⁵. A CVM tem sempre confirmado que, se a informação foge ao controle da companhia ou se se constata oscilações atípicas nas cotações ou no volume dos valores mobiliários negociados, é dever do diretor de relações com investidores esclarecer a situação, divulgando fato relevante, confirmando ou desmentindo o que, até então, não passa de simples boato ou trazendo a público o fato que pode justificar a oscilação na cotação ou nos volumes negociados. Se o fato relevante ainda não puder ser considerado um fato consumado ou definitivo, é dever do diretor de relações com investidores divulgar a informação até então disponível sobre esse fato. Igual atitude há de ser tomada se o fato for um ato jurídico. Nesse caso, o dever de divulgar independe da formalização desse ato jurídico, devendo o diretor de relações com investidores divulgar a existência de negociação ou a intenção de formalização do ato jurídico.

27. Foi exatamente isso que constou do voto do Diretor Wladimir Castelo Branco, em decisão tomada em 12.12.05, no Processo Administrativo Sancionador 11/04:

"24. De fato, as diversas tratativas realizadas antes da aceitação da proposta de 06.05.2003, não foram objeto de divulgação de fato relevante. Entendo, no caso, que os administradores valeram-se da faculdade prevista no artigo 157, § 5º, da lei societária, pois a divulgação das negociações em caráter preliminar poderia por em risco legítimo interesse da companhia e mantiveram em sigilo os contatos com MLGP em torno de uma reestruturação societária, incerta quanto a sua materialização. Caso, por algum motivo, tivessem essas negociações chegadas ao conhecimento do público, ainda que como rumores, aí seria dever dos administradores, em que pese o caráter embrionário das negociações, dar uma satisfação ao mercado".

28. Além da decisão acima transcrita, que sintetiza e confirma o que disse no primeiro parágrafo, pode-se citar as seguintes decisões⁶ tomadas em sentido similar: (i) Processo Administrativo Sancionador 04/04, julgado em 24.01.07, em que foi relator a Diretora Maria Helena Santana⁷ (ii) Processo Administrativo Sancionador 2006/4776, julgado em 17.01.07, em que fui relator⁸; (iii) Processo Administrativo Sancionador 2004/6238, julgado em 05.10.05, em que foi relator o Presidente Marcelo Fernandez Trindade⁹; (vi) Processo Administrativo Sancionador 16/00, julgado em 05.12.02, em que foi relator o Diretor Wladimir Castelo Branco¹⁰; e (vii) Processo Administrativo Sancionador 22/99, julgado em 16.08.01, em que foi relator o Presidente Marcelo Fernandez Trindade¹¹, então diretor (esse processo

resultou em absolvição, justamente porque as informações foram divulgadas à medida que os negócios foram se desenvolvendo).

29. Além do consenso entre os diversos colegiados que foram formados nesta CVM nos últimos anos¹², é importante notar que a legislação aplicável à questão nunca mudou. O texto legal continua a ser o original da Lei 6.404/76, que continua em vigor até hoje, sem alterações¹³. A regulamentação da CVM também não teve seu conteúdo alterado, embora a matéria tenha sido regulada originalmente pela Instrução 31/84 e hoje esteja regulada pela Instrução 358/01¹⁴.

30. Para facilitar a compreensão do regramento aplicável à divulgação de fatos relevantes, vou apresentar um resumo dessas regras:

(i) Papel do Diretor de Relações com Investidores. O diretor de relações com investidores é um diretor diferenciado dentre os demais, pois, na qualidade de administrador da companhia, ele assume não só as obrigações ordinárias de todos os diretores, com relação à companhia e aos acionistas (inclusive minoritários), mas encargos adicionais de zelar pelo cumprimento de certas obrigações dos administradores em relação ao mercado. Tem, portanto, deveres específicos, previstos na Lei 6.404/76 e regulados pela Instrução 358/02 e por outras normas específicas (como a Instrução 319/99).

O diretor de relações com investidores tem uma responsabilidade muito relevante para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários. Ele tem o poder de atuar preventivamente, impedindo que informações incorretas sejam tidas como verdadeiras, mesmo quando divulgadas por terceiros. Ele também tem o poder de complementar informações incompletas e divulgar informações não conhecidas. Com isso, ele pode impedir que negociações baseadas em informações privilegiadas ocorram. Isso porque ao divulgar a informação ao mercado, o diretor de relações com investidores transforma a informação privilegiada em informação pública e a vantagem de uns em conhecimento de todos, encerrando, portanto, a possibilidade do crime de "*uso indevido de informação privilegiada*" ocorra ou continue a ocorrer (art. 27-D da Lei 6.385/76, cf. alterada).

(ii) Conceito de Fato Relevante. Fato relevante é o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional. A relevância de um fato não é afetada mesmo que, após sua divulgação, constate-se que não houve mudança na cotação das ações ou no volume negociado¹⁵. O que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer (nos itens 43 a 54 do meu voto no Processo 2006/4776 já citado, discuti de forma mais aprofundada o conceito de informação relevante).

(iii) Fatos Não Definitivos, Concluídos ou Formalizados. Não se exige que a informação seja definitiva ou esteja formalizada para que se considere um fato como relevante e, portanto, sujeito ao dever de divulgação. Basta que a informação não seja meramente especulativa, mera intenção não baseada em fatos concretos¹⁶.

Informações sobre atos bilaterais (contratos, reestruturações societárias, etc.) podem ser divulgáveis, independentemente de consenso entre as partes, desde que uma delas já tenha tomado a decisão de realizar o negócio, fazer uma oferta de compra ou tenha a intenção de prosseguir uma negociação ou concluir uma negociação em andamento. Nesses casos, divulga-se a intenção, mas não a conclusão do negócio.

Para que um fato relevante seja divulgável não é preciso que se conheça todos os seus elementos. Muitas vezes, deve se fazer a divulgação aos poucos, à medida que as informações venham a ser produzidas. Por exemplo, se um dos alto-fornos de uma siderúrgica interrompe a produção por um tempo não determinado e isso possa alterar as decisões de investimento dos investidores, divulga-se a interrupção, mesmo que ainda não se tenha determinado a sua duração ou a perda estimada de produção. Essas outras informações podem ser divulgadas posteriormente, à medida que sejam de conhecimento da administração da companhia. Da mesma forma, se existem negociações para a aquisição de um concorrente, pode-se divulgar a existência das negociações e, posteriormente, a sua conclusão. Se, quando da conclusão, o preço ainda não estiver determinado, em uma nova oportunidade divulga-se o preço, se for informação relevante.

Veja, a esse respeito, o voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade, então diretor, no interessante Processo 22/99, já citado.

Em termos de decisão de investimento, a formalização de um negócio jurídico tem pouca relevância, ao contrário do impacto na esfera jurídica das partes, desde que os investidores, a partir das informações divulgadas, não vislumbrem a possibilidade de que a negociação possa não ser concluída. Os investidores, usualmente, incorporam o "valor" do negócio ao preço do valor mobiliário antes de sua formalização.

(iv) Exceção à Divulgação de Fatos Relevantes. A caracterização de negócios não concluídos ou não definitivos como fatos relevantes sujeitos à divulgação pode gerar prejuízos à companhia e, por isso, ser prejudicial a seus investidores. Por isso, a Instrução 358/01, da mesma forma que a Instrução 31/84¹⁷, conforme previsto no art. 157, §5º da Lei 6.404/76, estabeleceu que *"os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia"* (art. 6º, caput)¹⁸. Essa exceção deixa de valer *"na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados"* (art. 6º, § único).

Parece-me que há, ainda, uma outra válvula de escape ("safe harbor" em português clássico) a legitimar a não divulgação de um negócio relevante ainda não concluído. Acho que, mesmo sem norma expressa, o diretor de relações com investidores deve ponderar a probabilidade de conclusão do negócio com a sua relevância, caso seja concluído, para determinar se um negócio não concluído deve ser divulgado. Assim, no momento mais inicial da negociação, em que uma das companhias pretende adquirir, mas a outra não fornece qualquer indicação de que deseja negociar, por mais relevante que o negócio seja, a probabilidade de sua realização é, objetivamente, tão baixa, que não se justifica a divulgação (a não ser que a informação tenha fugido do controle da companhia, o que a obrigaria a confirmar, negar ou explicar a intenção de adquirir, de modo a nivelar o conhecimento, entre os participantes do mercado, sobre os negócios da companhia).

Essa mesma situação – não divulgação por baixa probabilidade de conclusão do negócio - pode alterar-se completamente no dia seguinte, quando, conhecendo a proposta, a companhia alvo desejar analisá-la com mais profundidade. Aqui a probabilidade de aceitação já é maior (e a própria negociação pode passar a ser um fato relevante), tornando-se necessário o enquadramento da situação concreta no art. 6º da Instrução 358/01, para que se deixe de divulgar a informação relevante.

Ao enquadrar a exceção à não divulgação no art. 6º, o regime para a obrigação de divulgar o fato relevante não divulgado passa a ser outro: obriga-se a divulgar não só em caso de perda de controle da informação, mas, também, se houver oscilação atípica.

A diferenciação de regime entre as duas situações parece-me justificada. A função da divulgação em caso de perda do controle sobre a informação, como já disse, tem por objetivo colocar todos os participantes no mesmo nível. Já a obrigação de divulgar em caso de oscilação atípica tem outra função. Nesse caso, nivelar o nível de conhecimento entre os investidores não é a finalidade, mas o meio (não se sabe, ainda, se alguns investidores tenham conhecimento da informação, mas a legislação presume que isso possa ocorrer). O fim é evitar eventual negociação com informação privilegiada. A divulgação é, portanto, preventiva. Assim, em caso de oscilação atípica, o ônus de comprovar a falta de ligação entre a informação não revelada e a oscilação atípica é do diretor de relação com investidores e não da CVM ou do investidor prejudicado, conforme o caso.

A esse respeito, entendo que a legislação permite a presunção, pelo diretor de relações com investidores, de ausência de relação entre a informação não divulgada e a oscilação atípica, quando ele se depara com oscilações atípicas enquanto a informação sobre um negócio com baixa probabilidade de conclusão não é divulgada.

Obviamente, esse juízo não é puramente subjetivo. O diretor de relações com

investidores, para fazer uso dessa exceção, deverá poder comprovar, com bases em fatos concretos e verificáveis *a posteriori*, que essa ponderação foi feita de forma apropriada ao tempo da decisão de não divulgar.

(v) Identificação da "*Hipótese da Informação Escapar ao Controle*". Uma informação escapa ao controle, quando ela é divulgada pela imprensa ou quando ela é objeto de boatos ou rumores de mercado. Nesses, a companhia deverá dar uma declaração franca e clara sobre o assunto, seja para negar ou confirmar a notícia. Caso os boatos ou rumores sejam indicadores de vazamento de informação relativa a ato ou fato relevante, a única forma de corrigir a situação é através de seu rápido esclarecimento.

(vi) Identificação da "*Oscilação Atípica na Cotação, Preço ou Quantidade Negociada dos Valores Mobiliários de Emissão da Companhia Aberta ou a Eles Referenciados*". Aqui a situação é um pouco distinta, pois não há fato a ser confirmado ou negado (pois se desconhece que a informação tenha escapado ao controle) e, em tese, a oscilação pode ser fruto de uma posição de mercado ou de outro fator não ligado diretamente à informação não divulgada. Em qualquer caso, se houver oscilação na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários, o diretor de relações com investidores deve analisar se a oscilação pode ser fruto do conhecimento, por algumas pessoas, da informação não divulgada. Se esse puder ser um fator (ou, ao contrário, se o diretor de relação com investidores não puder afirmar, a partir de fatos concretos, que a oscilação não se deve a elementos outros que não o conhecimento por alguns da informação não divulgada), o fato relevante deve ser divulgado, perdendo a companhia o direito de não divulgá-lo na forma do art. 6º da Instrução 358/01.

Conclui-se que "atípica" é a oscilação que não pode ser direta e unicamente atribuída a outros fatores que não o conhecimento por alguns de fato relevante ainda não divulgado.

A perda do direito de não divulgar o fato relevante ocorre mesmo que esse fato não caracterize um fato definitivo ou um negócio concluído ou formalizado. Nesse caso, divulga-se o fato ainda não definitivo e o que pode vir a alterá-lo¹⁹. No caso de negócio não concluído, divulga-se, como já disse, a intenção de realizar o negócio, juntamente com os elementos principais já definidos pela administração da companhia.

Caso Concreto

31. Neste processo, é incontroverso que o Indiciado era o diretor de relações com investidores da Companhia à época dos fatos. Também a discussão sobre a caracterização dos dois fatos a serem considerados como relevantes no termo de acusação – acordo judicial relativo ao dividendo prioritário das ações preferenciais e contratação de empréstimo com o IFC – não precisa ser feita de forma aprofundada, uma vez que, ao publicá-los como fatos relevantes, independentemente de provocação da CVM, o Indiciado reconhece que, àquela época, com base nas informações então disponíveis, aqueles fatos deveriam ser considerados como relevantes.

32. A defesa versa sobre a necessidade de formalização dos acordos objeto da acusação antes de sua divulgação para que tal divulgação não seja considerada "prejudicial" ao mercado. Disse o Indiciado: "*os acontecimentos ocorridos no Período não deveriam ser divulgados precipitadamente, antes de sua formalização, descaracterizando, portanto, qualquer alegação de falha no dever de divulgação por parte do Intimado*". Além desse argumento, a defesa do Indiciado fundamenta-se na inexistência de oscilação atípica no período.

33. Começo pelo último dos argumentos. E, quanto a ele, inicio pelo empréstimo com o IFC, divulgado em fato relevante datado de 12.11.02. Com relação a esse empréstimo, como reconhecido pelo Indiciado (ver itens 29 a 34 de sua defesa), não só as negociações com o IFC já estavam em andamento no período em que o Termo de Acusação considerou ter ocorrido oscilação atípica, como já haviam sido objeto de deliberação do conselho de administração em data muito anterior (reunião do dia 04.04.02) e em data próxima à divulgação final (reunião dos dias 03 e 04.11.02). Nessa última oportunidade, "*o Conselho ressaltou a necessidade de publicação de um fato relevante e a divulgação da operação*".

34. Como já se decidiu em diversos processos e como expliquei no item 30 (iii) acima, não é necessário que o contrato tenha sido celebrado para que um fato seja considerado relevante. Ao contrário, o seu "aperfeiçoamento" é, na maioria das vezes, irrelevante.

35. Já com relação ao acordo judicial sobre o dividendo das ações preferenciais, a informação é muito mais sensível e relevante. Não só pelo seu impacto, com relação ao aumento proporcional dos dividendos das ações preferenciais (e conseqüente redução proporcional dos dividendos das ações ordinárias), como a sua discussão se deu no âmbito de um processo judicial, iniciado por um acionista da Companhia. Nesse caso, o cuidado com a divulgação da informação deve ser ainda maior, pois o processo é de acesso público (como reconhece o Indiciado – item 41 de sua defesa) e ao menos um participante do mercado encontra-se, legitimamente, de posse da informação.

36. Para decidir sobre a necessidade de divulgação desses fatos relevantes antes de se tornarem definitivos, é importante analisar se o diretor de relações com investidores poderia fazer uso de alguma das exceções à divulgação imediata que mencionei no item 30 (iii) acima.

37. Quanto ao empréstimo do IFC, parece-me que o diretor de relações com investidores poderia aguardar a formalização do empréstimo. Isso porque, embora a probabilidade de celebração fosse alta e a sua divulgação não fosse gerar prejuízo para a Companhia, o impacto desse empréstimo parecia ser pequeno sobre os negócios da Companhia, dada a sua posição de caixa (conforme os dados apresentados no item 36 da defesa²⁰) e o cronograma de desembolso do empréstimo (item 37 da defesa).

38. Já quanto ao acordo judicial a situação é oposta. Embora as negociações já estivessem em estágio avançadíssimo, tendo uma minuta do acordo já sido submetida ao conselho de administração em 04.11.02, o impacto desse acordo sobre a cotação das ações era relevante, em razão do incremento do valor relativo dos dividendos das ações preferenciais e da perda relativa do valor dos dividendos das ações ordinárias. Além do mais, o andamento das negociações era do conhecimento de um participante do mercado (o litigante), o processo era público e facilmente acessível a qualquer do povo (o que justifica maior cuidado, mesmo que as tratativas não constassem do processo)²¹.

39. Com base no que se disse acima, já posso concluir pelo equívoco da não divulgação do fato relevante sobre o acordo judicial, embora não o possa com relação ao empréstimo com o IFC, dependendo este último da análise sobre a ocorrência ou não de *"oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados"*. Essa análise auxiliará, também, a fixação da pena, com relação à não divulgação do acordo judicial.

40. A defesa do Indiciado a esse respeito argumenta que: (i) o Indiciado acompanhou as cotações da Companhia no período, e (ii) em seu julgamento não teria havido oscilação atípica, pois as ações da Companhia tinham baixa liquidez, uma vez que (a) em 17 dos 23 pregões de outubro de 2002 não teria ocorrido qualquer negócio, (b) a quantidade de negócios em 2001 e 2002 foi muito baixa, e (c) nos meses com maior negociação durante os anos de 2001 e 2002, a maioria dos negócios ocorreu em um só pregão. Por isso *"[é] fato que qualquer negociação que envolva ações com baixa liquidez, como é o caso das ações preferenciais de emissão da Alpargatas, pode resultar em uma alteração significativa na cotação, preço ou quantidade negociada das referidas ações"*.

41. Como se vê, o próprio Indiciado reconhece a oscilação significativa no período, mas, mais abaixo, reputa-a "típica", uma vez que essas oscilações já teriam ocorrido outras vezes. Ora, o fato de, na vida da Companhia, terem ocorrido outras oscilações atípicas não faz com que, em face de uma nova oscilação atípica, o diretor de relações com investidores deva se abster de atuar, considerando a oscilação atípica como típica. Se isso fosse o comando legal, por que os diretores de relações com investidores de companhias com baixa liquidez deveriam acompanhar a cotação desses valores mobiliários? Por que teria o Indiciado acompanhado, como diz que acompanhou, as cotações no período?

42. Fato é que não há como se considerar como típica uma elevação de 13,3% na cotação das ações de uma companhia, em curto espaço de tempo, sem divulgação de informação relevante sobre a companhia, ou sem que outras companhias do mesmo setor (ou o índice da bolsa de valores) tenham apresentado valorização equivalente²².

43. Ao considerar atípica a oscilação no preço das ações preferenciais da Companhia no período, passou a ser necessária também a imediata divulgação do empréstimo do IFC.

44. Por esse motivo, como havia 2 fatos relevantes não divulgados que poderiam ser o motivo da oscilação atípica, como disse no item 30 (vi) acima, o diretor com relações com investidores deveria analisar qual dos fatos relevantes cuja divulgação estava suspensa poderia estar causando essa oscilação e divulgá-lo (se estivesse em dúvida sobre qual dos dois poderia ser o causador, deveria divulgar os dois).

45. O Indiciado ainda argumentou que *"o fato de acionistas comprarem as ações preferenciais de emissão da Alpargatas a preços mais altos durante o Período não foi motivo de preocupação que ensejasse na ocasião a necessidade de qualquer divulgação de Fato Relevante ao mercado. ... No caso em tela, investidores pagaram um*

preço mais alto para adquirir as ações preferenciais de emissão da Alpargatas: se tivessem informação privilegiada, deveriam ter interesse em comprar ações ao preço praticado no período anterior, para ganharem com a posterior valorização das ações".

46. Esse argumento é errado por, ao menos, 2 motivos. Em primeiro lugar, os investidores com informações privilegiadas não adquirem pensando no passado (preço anterior) mas no futuro (preço de venda). Ou seja, olham o potencial de valorização. Assim, podem decidir racionalmente comprar enquanto o preço sobe, pois ele pode subir ainda mais, quando a informação for tornada pública.

47. Em segundo lugar, não cabe ao diretor de relações com investidores analisar qual será a decisão racional de investimento quando a informação for divulgada (se o preço irá subir ou cair). A sua obrigação é, tão somente, constatar a oscilação atípica e analisar se a informação poderia, de alguma forma, ter causado tal oscilação e, sendo possível, deve providenciar a divulgação da informação.

48. Apresentado os fundamentos para condenação do Indiciado, resta definir a pena aplicável. Aqui, parece-me que alguns elementos são favoráveis ao Indiciado. Chamam atenção os seguintes:

(i) a Companhia era bastante ilíquida ao tempo, o que reduz o universo de atingidos pelo descumprimento da norma pelo Indiciado;

(ii) embora atípica, a Companhia já tinha tido oscilações similares (e mesmo mais agudas), nas características (preços e volumes) dos negócios com suas ações em período não muito anterior ao dos fatos relevantes;

(iii) mesmo a análise *a posteriori* das negociações atípicas não aponta para (a) negociações com base em informações privilegiadas no período; ou (b) prejuízos às partes do negócio (não se tem notícia de reclamações quanto à divulgação defeituosa); e

(iv) a acusação não menciona a ocorrência de vazamento de informações.

49. Por tudo quanto o exposto, voto pela imposição de pena de advertência ao Indiciado.

É o voto.

Rio de Janeiro, 17 de abril de 2007

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor Relator

1 Na verdade, o fato relevante foi enviado à CVM em 08.11.02, sexta-feira, às 18:11 horas (ou seja, após o encerramento do horário de funcionamento da CVM) e publicado em 11.11.02, segunda-feira.

2 Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no *caput* ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

3 Esta reunião, na realidade, ocorreu nos dias 3 e 4 de novembro, mas faz-se referência apenas à última data para não dificultar ainda mais a compreensão da seqüência de eventos relatados.

4 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.

§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.

§2º Caso as pessoas referidas no parágrafo anterior tenham conhecimento pessoal de ato ou fato relevante e constatem a omissão do Diretor de Relações com Investidores no cumprimento de seu dever de comunicação e divulgação, inclusive na hipótese do parágrafo único do art. 6º desta Instrução, somente se eximirão de responsabilidade caso comuniquem imediatamente o ato ou fato relevante à CVM.

5 Pesquisa feita nos processos administrativos sancionadores constantes da página da CVM na Internet, que incluem todos os processos julgados desde o ano 2.000.

6 Muitas delas tratam a divulgação de negócios apenas implicitamente, tendo como pressuposto, cuja explicitação faz-se desnecessária, a obrigação de sua divulgação face à oscilação atípica ou ao seu conhecimento por parcela do mercado, mesmo que o fato não esteja concluído e formalizado.

7 Verbis: "11. Quanto à existência de eventual estudo, concluído ou em elaboração, sobre a conveniência de se proceder ao fechamento de capital, deveria ou não ser considerada fato relevante e divulgada dessa forma? Entendo que a regulamentação confere aos administradores das companhias poder para decidir sobre essa caracterização, levando em conta os próprios fatos e a preservação de interesses legítimos da companhia, entre os quais deve a meu ver constar a manutenção de um mercado saudável para a negociação das ações de sua emissão. Nesse exato sentido dispõe o artigo 4º da Instrução CVM 31/84:

Art. 4º - Os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

12. Assim, se o estudo referido estiver em fase ainda tão inicial, ou se for tão dependente de decisões das quais os administradores em questão não participem e nem possam antecipar, pode ser o caso de deixar de divulgá-lo, para que não se venha a afetar as percepções de acionistas e de investidores com base apenas em uma possibilidade, cuja probabilidade de que aconteça a administração da companhia sequer tem elementos suficientes para dimensionar.

13. Mas esse poder conferido aos administradores pelo artigo 4º da Instrução não é absoluto, por ser restringido pelo que dispõe o seu parágrafo único⁴:

Parágrafo único - Caso a companhia resolva manter sigilo acerca de ato ou fato relevante, os administradores ficam obrigados a divulgá-lo imediatamente, se a informação escapar ao seu controle ou a cotação das ações da companhia apresentar oscilações atípicas. (...)

15. Portanto, já que fica claro que a faculdade dada à administração - de evitar a divulgação de fato relevante - deixa de prevalecer se houver evidências de que a informação sobre esse fato teria fugido ao seu controle, para que se conclua sobre a adequação ou não da conduta dos administradores, ao terem decidido por deixar de divulgar a existência do estudo a respeito do fechamento de capital do Bomprego, é preciso avaliar se havia essas evidências. (...)

17. Diante de uma situação como a descrita, nas duas vezes em que houve questionamento feito pela Bovespa sobre a existência ou não de fatos que deveriam ser divulgados, decidiu-se continuar omitindo os estudos em andamento sobre o fechamento de capital da Bomprego. Minha conclusão, em vista de todo o exposto, é que houve efetivamente descumprimento da obrigação de divulgar estabelecida pelo § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76 (e caracterizado pelo art. 1º da Instrução CVM nº 31/84), e do que dispõe o Parágrafo Único do art. 4º da mesma Instrução".

8 Nesse voto, exponho meu conceito do que seja fato relevante, de quando ele deve ser divulgado e quando ele pode deixar de o ser. Não trato diretamente da questão, embora conclusão sobre a necessidade de divulgação de fatos ainda não formalizados sejam facilmente extraíveis do conteúdo do voto, como se vê desses quatro parágrafos: "46. Tanto a Lei 6.404/76 quanto a Instrução 358/02 apresentam conceitos gerais (standards) a serem utilizados pela administração da companhia aberta para, frente a um fato concreto, definir se está diante de um fato relevante. Sobre esses textos normativos, é importante perceber que eles consideram relevante um fato que 'pode' influenciar. Não se exige, portanto, a efetiva influência, basta que tenha 'força suficiente' para influenciar.

47. 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. (...)

59. Em razão desse dispositivo [parágrafo único do art. 6º da Instrução 358/02], a companhia não pode recusar-se a confirmar, negar ou complementar uma informação já dispersa pelo mercado (ou que esteja sendo utilizada pelos investidores), mesmo que ela não tenha sido divulgada pela companhia. (...)

64. Por fim, deve-se notar que, embora a Instrução 358/02 atribua à administração da companhia aberta a definição do que seja informação relevante (ao Diretor de Relações com Investidores, mais precisamente), esse poder conferido à administração não é absoluto. Caso os investidores alterem seu comportamento (decisão de vender ou comprar valores mobiliários da companhia ou a expectativa de preço quanto a esses valores mobiliários) em função de informação relativa à companhia da qual tenham conhecimento parcial (ou total), mas não divulgada pela companhia, essa informação deverá ser considerada relevante e a administração, mesmo que não tenha a mesma opinião que os investidores quanto à relevância da informação, deverá negá-la ou confirmá-la e, se for o caso, complementá-la".

9 Verbis: "5. Embora não tenha apresentado defesa quando intimado da acusação, o Indiciado, por meio de respostas aos ofícios enviados pela SEP, em especial na resposta ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-1/Nº108/04 (fl. 309 e 310), alegou, em primeiro lugar, que a penhora de 20% da arrecadação diária líquida da Companhia não constituía hipótese de fato relevante. Além disto, alegou que se tratava de uma questão sub-judice e não transitada em julgado, não havendo, portanto, "nenhuma razão ou fundamento para se anunciar, como fato relevante, uma decisão ainda sujeita a recurso", ainda mais que tal decisão foi proferida em processo judicial, o qual, no teor do art. 155 do CPC e dos art. 5º, LX, e 93, IX, da Constituição Federal, seria público (fl. 312 a 313).

6. Tais argumentos, a meu ver, não devem prosperar. Como se sabe, as companhias abertas estão submetidas a uma disciplina especial de prestação de informações que visa a garantir ao público investidor e ao mercado como um todo a informação completa, precisa e clara, acerca da atual situação dos negócios dessas companhias. Assim, uma informação de gritante relevância para os negócios de qualquer empresa, como a penhora de 20% da arrecadação diária líquida, tem o poder de influir de forma significativa na decisão dos investidores de comprar e vender valores mobiliários de sua emissão, constituindo, portanto, fato relevante e tornando, conseqüentemente, obrigatória a imediata divulgação".

10 *Verbis*: "11. Sem sombra de dúvidas que os estudos e negociações em curso que apontavam para o cancelamento de registro de companhia aberta da S.A. White Martins encaixam-se perfeitamente ao conceito de fato relevante trazido pela Instrução CVM n° 31/84. Qualquer investidor, caso soubesse desses estudos e negociações, teria sua motivação quanto à negociação dos valores mobiliários da companhia afetada. Pode-se afirmar de maneira segura que a cotação dos referidos valores mobiliários também poderia sofrer alteração caso tais informações viessem a público. (...)

14. De início, há que se ter em vista que tais informações poderiam ser mantidas em sigilo com base na autorização prevista no art. 4° da Instrução CVM n° 31/84. Tal norma é expressa ao dispor que "os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia".

15. É bastante razoável supor como sendo de interesse legítimo da companhia a não divulgação de estudos acerca do cancelamento de seu registro de companhia aberta. Sob essa ótica, tais informações poderiam ser mantidas em sigilo, não obstante caracterizassem um fato relevante, capaz de influenciar não só na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários da companhia, mas também na própria cotação dos mesmos.

16. Porém, a ressalva ao dever de divulgação de fato relevante acima citada não pode se aplicada ao presente caso. Isso porque a permissão contida no art. 4° caput da Instrução CVM n° 31/84 cai por terra quando verificada oscilação atípica da cotação das ações da referida companhia".

11 *Verbis*: "Por isto é que me sinto no dever de discordar veementemente da afirmação da comissão de inquérito, no sentido de que 'divulgar negócios e projetos ainda em fase de discussão pode criar falsas expectativas entre os investidores, sendo mais prejudicial do que útil ao mercado. Quando a informação se refere a fatos cuja efetivação é incerta, a não-divulgação é muito mais efetiva para preservação dos interesses do próprio mercado, porquanto, evita-se, assim, a criação de condições distorcidas de negócios, e comportamentos anormais de preços, baseados em simples boatos ou em expectativas que não correspondem à realidade, resultado de divulgação de informações negociais inadequadas, incompletas e prematuras' (cf. fls. 469).

Nada mais falso, a meu sentir: a informação deve ser disponibilizada tão logo mereça esse nome, isto é, desde que se trate não de mero projeto inicial e desconexo, mas se tenha traduzido em objetivo concreto da administração ou do controlador. O juízo do administrador é o mais sábio para atestar o momento em que se passa do campo da mera expectativa para o da possibilidade real sobre a efetivação de um negócio, de uma perda ou de um lucro, e a eventual incerteza quanto à concretização final do evento não deve afastar o dever de informar, desde que, naturalmente, seja feita a ressalva quanto àquela incerteza.

Não se quer nem de longe negar que a CVM possa e deva julgar a qualidade da informação prestada, e o acerto ou o erro de sua retenção indevida ou divulgação açodada. Mas, quando o fizer, deve a CVM ter em conta que estará realizando um post mortem. Dessa maneira, e em não havendo insider trading, o rigor na análise fria e posterior dos fatos deve ser temperado pela lembrança de que as decisões foram tomadas no calor dos acontecimentos, sob a tensão do momento".

12 Além dos processos mencionados acima, deve-se perceber que no Processo Administrativo Sancionador 2001/1950, julgado em 12.12.01, em que foi relator o Diretor Wladimir Castelo Branco, o indiciado foi absolvido, embora os fatos sejam da mesma categoria dos objeto deste e daqueles processos. A absolvição deu-se, no entanto, por falta de provas quanto à existência do "fato não formalizado".

13 Fato dos §§4° e 5° do art. 157, que têm a seguinte redação: "§4° Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia 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.

§5° Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1o, alínea "e"), ou deixar de divulgá-la (§ 4o), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso".

14 Não se encontram diferenças nas Instruções 358/02 e 31/84 com relação à regulação substantiva (i) do que seja fato relevante, (ii) de quem deve divulgá-lo, (iii) de quando ele precisa ser divulgado, ou (iv) das condições excepcionais que permitem a sua não divulgação.

15 Isso porque outros fatores e informações podem contrabalançar o efeito desse novo fato, o que acarretaria a manutenção da decisão de investimento. Há, mesmo nesse caso, uma atuação desse fato, uma vez que, sem ele, as outras informações poderiam prevalecer, resultando em alteração da decisão de investimento. Além da decisão no Processo 2006/4776, já citado, já linha posicionado-me nesse mesmo sentido no Processo 2005/2793, julgado em 30.11.05, em que foi Relatora a Diretora Norma Parente ("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").

16 Fato concreto não é sinônimo de fato definitivo ou formalizado. A intenção de realizar uma oferta de compra de uma outra companhia é um fato concreto quando a administração da potencial ofertante tenha tomado a decisão de realizar a oferta, mesmo que essa decisão ainda não tenha sido formalizada em ata ou que a oferta ainda não tenha sido feita. Especulativo é todo fato que não passa de uma conjectura (seja especulativo, por exemplo, se essa mesma companhia apenas pudesse a ter a intenção de fazer uma oferta, depois de realizar estudos ainda não iniciados, que indiquem a aquisição como oportuna).

17 O procedimento da Instrução 31/84 foi alterado pela Instrução 358/01, mas o direito e a sua perda continuam com o mesmo regramento substancial anterior.

18 Sobre a consequência da não divulgação para os insiders, o questiono foi discutido no Processo 04/04 (Itens 28 e 30), julgado em 28.06.05, em que foi relator o Presidente Marcelo Fernandes Trindade.

19 Ver o trecho transcrito na Nota de Rodapé 5 (Processo 2004/8236).

20 Como exemplo de fato relevante em matéria de alteração de controle, ver o Processo 2002/4797 (Processo Sancionador 2002/100).

21 Não se trata de fato relevante, mas de fato relevante, pois a divulgação de informações de natureza financeira, econômica ou operacional, que possam influenciar a decisão de investimento, é considerada relevante, na medida em que a divulgação de tais informações pode resultar em alteração da cotação dos valores mobiliários da emissora.