

**SESSÃO DE JULGAMENTO DO
PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**

CVM Nº RJ2007/1079

Acusados: Fábio de Oliveira Barbosa

Ementa: **Cumpra ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à CVM 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.**

Não divulgação tempestiva de fatos relevantes. Multa e absolvição.

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:

1) Aplicar a pena de **multa** pecuniária no valor de R\$ 100.000,00 ao acusado Fábio de Oliveira Barbosa, diretor-executivo de relações com investidores da Companhia Vale do Rio Doce, por infração ao § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76, combinado com o art. 3º da Instrução CVM nº 358/02, pela não divulgação tempestiva de fato relevante relativo à alienação de parte da participação da Companhia Vale do Rio Doce na USIMINAS.

2) **Absolver** o acusado Fábio de Oliveira Barbosa da imputação de não divulgação de fatos relevantes referentes a dois empréstimos concedidos pela CAEMI a sua acionista controladora CVRD.

O Colegiado determinou também que se encaminhasssem os autos do processo à Procuradoria Federal Especializada da CVM para sua manifestação, nos termos do art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 105/01, e, posteriormente, se cabível, que fossem encaminhados ao Superintendente-geral, para a devida comunicação ao Ministério Público.

O acusado 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.

Presente o procurador Clóvis Silva de Souza, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Presente o advogado Claudio José Gonçalves Guerreiro, representante do acusado Fabio de Oliveira Barbosa.

Participaram do julgamento os Diretores Eli Loria, relator, Maria Helena de Santana, Pedro Oliva Marcilio de Sousa e o Presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 10 de julho de 2007.

Eli Loria

Diretor-Relator

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

RELATÓRIO

Da origem

Este Processo Administrativo Sancionador RJ2007/1079 trata da não divulgação de Fato Relevante a respeito de dois empréstimos concedidos pela Caemi Mineração e Metalurgia S.A. – Caemi ("**CAEMI**") à sua acionista controladora Companhia Vale do Rio Doce ("**CVRD**") e da não divulgação tempestiva de Fato Relevante relativo à alienação de

parte da participação da CVRD na Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A ("USIMINAS"). O órgão acusador é a Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), e o Termo de Acusação, datado de 13/02/07, encontra-se acostado às fls. 376/406, sendo acusado Fábio de Oliveira Barbosa, Diretor Executivo de Relações com Investidores da CVRD, que também ocupa o cargo de Presidente do Conselho de Administração da CAEMI.

No que se refere à CAEMI, o Processo Administrativo Sancionador CVM N° RJ2006/4776 que tratou da " Não divulgação de Fato Relevante sobre a contratação de dois empréstimos concedidos pela CAEMI Mineração e Metalurgia S.A. – CAEMI ("CAEMI") à sua acionista controladora, Companhia Vale do Rio Doce ("CVRD")", foi julgado em 17/01/07, sendo o Diretor-Presidente e de Relações com Investidores da CAEMI apenado com multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), por violação ao §4° do art. 157 da Lei n° 6.404/76, combinado com o art. 3° da Instrução CVM n° 358/02.

O presente Processo Administrativo Sancionador originou-se dos Processos CVM n° RJ/2005/9748 e CVM n° RJ/2006/8626, abertos em função da necessidade de se analisar respectivamente: (i) as condições do contrato de mútuo no valor de US\$ 230 milhões, celebrado em 06/09/05, entre a MBR Overseas Ltd. (credora), subsidiária da Minerações Brasileiras Reunidas S.A., subsidiária da CAEMI, e a Itabira Rio Doce Company Limited (devedora), subsidiária da CVRD; e, (ii) a alienação, em 06/11/06, de parte da participação da CVRD na USIMINAS.

Posteriormente, em 24/03/06, a CAEMI, informou ter ocorrido outra operação, em 28/10/05, semelhante ao mútuo de 06/09/05, no valor de US\$170 milhões, ambos empréstimos já liquidados. Em resumo:

Empréstimo	Data	Vencimento	Montante US\$	Data de Quitação
Primeiro	06/09/05	26/01/06	230 milhões	26/01/06
Segundo	28/10/05	27/03/06	170 milhões	21/12/05

Observe-se que em 02/09/03, a CVRD passou à condição de controladora da CAEMI, detendo 100% de suas ações ordinárias por meio da subsidiária integral Itabira Rio Doce Company Limited.

Com relação à USIMINAS, a CVRD, segundo o formulário IAN/05, detinha 22,99% de seu capital votante e, após a alienação de parte da participação passou a deter 5,89%, conforme Acordo de Acionistas arquivado no sistema IPE em 06/11/06 e segundo as informações referentes à composição do capital social da USIMINAS.

Ao teor do artigo 6-A da Deliberação CVM n° 457/02, com redação dada pela Deliberação CVM n 504/06, os autos foram encaminhados a PFE que se manifestou pelo seguimento do feito (fls.408).

Dos fatos

Considerando notícia veiculada na Agência Broadcast, em 10/11/05, a SEP encaminhou a CAEMI, em 17/11/05, o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/N° 561/05 (fls.02), determinando que essa companhia se manifestasse sobre a matéria, em especial quanto às taxas de juros aplicadas, prazo e condição do empréstimo concedido.

Em 28/11/05, a CAEMI protocolou correspondência (fls.04/05) alegando que o contrato de mútuo, firmado em 06/09/05, entre uma subsidiária da Minerações Brasileiras Reunidas S.A. – MBR, a MBR Overseas Ltda., e uma subsidiária da CVRD, a Itabira Internacional Ltda., ambas empresas localizadas no exterior, foi objeto de Nota Explicativa 8 (c) Partes Relacionadas, integrante das Demonstrações Financeiras da CAEMI de 30/09/05, divulgada em dia 08/11/05 e que naquela oportunidade foi informado que o valor do empréstimo concedido era de US\$ 230 milhões, correspondentes a R\$ 512,6 milhões, com juros de Libor mais 0,05% a.a., equivalente à taxa média de 3,91% a.a., pelo prazo de 142 dias e com opção de liquidação antecipada, a qualquer tempo, a critério da MBR Overseas Limited.

Ademais, que a operação foi regularmente aprovada pelo Conselho de Administração da MBR e da CAEMI, em linha com a política financeira de aplicação de Recursos de Caixa da CAEMI e com as condições praticadas no mercado financeiro internacional para operações de mesmo valor e prazo.

A seguir, em 01/12/05, a SEP encaminhou o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/N° 587/05 (fls. 12) determinando à CAEMI que

se manifestasse sobre a política de aplicação de recursos, detalhando o critério de decisão que a levou a efetuar tal operação.

Em 09/12/05, a CAEMI protocolou correspondência na CVM informando que a política de Aplicação de Recursos de Caixa da CAEMI dispõe que a maioria das suas aplicações financeiras deve ser realizada em dólares, em instituições com Patrimônio Líquido Consolidado mínimo de US\$ 500 milhões e com "rating" em moeda local de "A", e que, na operação financeira em questão, levou em consideração os dados da CVRD, a qual possui grau de investimento e patrimônio bem superior ao piso estipulado na norma.

Acrescentou que a operação preenchia todas as cautelas e formalidades necessárias e que se tratava de uma operação rentável com previsão de taxa de juros superior à média cotada junto às principais instituições financeiras.

A SEP, em 16/01/06, encaminhou a CVRD o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 030/06 (fls.16) solicitando a manifestação da Companhia com relação ao já citado contrato de mútuo celebrado em 06/09/05.

A CVRD, em 19/01/06, encaminhou correspondência a CVM, acostada às fls.18/19, informado que referido empréstimo, além de ser uma operação singular, não visava alterar ou impactar a atividade principal exercida pela CAEMI, tendo por objetivo evitar a intermediação financeira e que as decisões tomadas pela CVRD, como acionista, no âmbito das empresas que integram o seu portfólio de participações acionárias estão em linha com os princípios de responsabilidade, transparência e equidade, os quais se estendem aos administradores de suas controladas e coligadas.

A CVRD informou, ainda, que, na condição de acionista controladora da CAEMI, não haveria qualquer medida a ser adotada em relação ao assunto em adição àquelas já tomadas, incluindo a divulgação ao mercado pela CAEMI das informações prestadas acerca do contrato de empréstimo.

Em 02/02/06, a SEP encaminhou à CAEMI o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 048/06 (fls.20) solicitando esclarecimentos se havia outra motivação para a celebração do mútuo além da alegação de "evitar a intermediação financeira que reduz os ganhos financeiros em operações desta natureza" bem como sobre a existência de um documento formal sobre a política financeira de Aplicação de Recursos da CAEMI, citada em correspondência anterior, e o envio de cópia de todas as Atas de reunião de Conselho de Administração, Diretoria, Conselho Fiscal e Assembléias que tivessem tratado dos dois assuntos.

A CAEMI, em 13/02/06, protocolou correspondência, acostada às fls.22/41, informando que o empréstimo de US\$ 230 milhões havia sido liquidado em 26/01/06 e que não havia outra razão para o empréstimo do que evitar intermediação financeira, além da disponibilidade de recursos de curto prazo por parte da MBR.

A empresa anexou cópia da "Norma Geral de Controle de Risco e Concessão de Crédito", bem como certidão do item de deliberação da ata de Reunião do Conselho de Administração da CAEMI, de 18/08/05, autorizando a celebração do contrato de mútuo em tela, da certidão do item de deliberação da ata de Reunião do Conselho de Administração da CAEMI, de 06/05/04, aprovando a Política Financeira das empresas CAEMI e da ata de Reunião do Conselho Fiscal da CAEMI realizada em 07/11/05, atestando a análise, sem ressalvas, por aquele órgão fiscalizador dos balancetes, demais demonstrações contábeis e informações da CAEMI relativas ao terceiro trimestre do ano de 2005, período em que foi realizada a operação de empréstimo em questão.

Em 02.02.06, foi encaminhado à CVRD o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 049/06 com o mesmo teor do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 048/06 (fls.20) encaminhado à CAEMI.

A CVRD, em 03/02/06, apresentou correspondência a CVM (fls.44/45) informando que o empréstimo havia sido liquidado em 26/01/06, data de seu vencimento, e que a operação propiciou à MBR Overseas um investimento acima da Libor ao mesmo tempo que permitiu à CVRD uma captação mais competitiva do que a disponível no mercado, "evitando os spreads normais da intermediação financeira do mercado", sendo realizada apenas uma vez, não apontando a ocorrência de outra operação semelhante ao mútuo de 06/09/05, no valor de US\$170 milhões e celebrada em 28/10/05, posteriormente informada pela CAEMI.

A empresa encaminhou certidão da deliberação constante da ata de Reunião de Diretoria da CVRD, de 05/09/05, bem como o extrato da ata da reunião do Conselho Fiscal da CVRD, de 25/11/05, ocasião em que, a pedido daquele órgão, foram prestados os esclarecimentos pertinentes ao referido empréstimo pelo Diretor Executivo de Finanças da Companhia, o Diretor de Departamento de Finanças e demais integrantes da área de finanças da CVRD.

Em 13/03/06, foi encaminhado a CAEMI o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 181/06 (fls.63/64) solicitando a apresentação

de eventual Plano de Investimentos e/ou Orçamento de Capital ou justificativa pormenorizada contendo os fundamentos da retenção dos resultados de exercícios anteriores e expliquem o aumento dessas disponibilidades e do CCL, a partir do exercício de 2003; e a aplicação de R\$ 512 milhões em empréstimos para a controladora da Companhia.

Foi solicitado, ainda, cópia do contrato de mútuo celebrado em 06/09/05, bem como o esclarecimento se teria havido outras operações de mútuo similares à mencionada operação e informações a respeito dos principais dados dos mútuos celebrados a partir de 01/01/04 entre partes relacionadas.

A CAEMI, em 24/03/06, protocolou correspondência (fls. 66/68) trazendo comentários a respeito de seus orçamentos de investimento e informando ter ocorrido outra operação, em 28/10/05, idêntica ao mútuo de 06/09/05, no valor de US\$170 milhões, frisando que ambos os contratos de mútuos já haviam sido liquidados, em 26/01/06 e em 21/12/05, respectivamente acostados às fls.118/120 e 116/117.

Em 24/03/06, foi encaminhado à CAEMI o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 186/06 (fls.122) informando da impossibilidade de concessão de tratamento confidencial ao Projeto Itabirito.

Em 23/05/06, foi encaminhado a CAEMI o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 252/06 (fls.124/126) observando que os dois empréstimos representavam 81 % da carteira de créditos da companhia e que a concentração em um só devedor, ligado ao controlador, estaria acima do limite estabelecido na política de aplicação de Recursos de Caixa da CAEMI.

A área de acompanhamento de empresas da CVM observou que o Conselho de Administração da CAEMI teria aprovado, em 18/08/05, o limite de R\$ 300 milhões para tais operações, solicitando, ainda, o encaminhamento de manifestação sobre as razões pelas quais não haviam sido divulgados fatos relevantes comunicando o mercado acerca dos dois mútuos, no momento da celebração de cada um dos contratos.

Em 09/06/06, a CAEMI protocolou correspondência na CVM (fls.127/142) argumentando apenas ter relevância aquele fato que, no entender da administração da companhia, possa influir na tomada de decisão pelo investidor e que, no entender da Administração, a aplicação de seus recursos é uma atividade rotineira.

Ademais, que após a divulgação do mútuo celebrado no referido ITR não houve comportamento atípico na evolução do preço das ações, o que demonstra que a referida informação não era relevante.

No que se refere ao valor aprovado, que houve um equívoco do Secretário da reunião do Conselho de Administração da CAEMI, de 18/08/05, pois o valor correto seria de até US\$ 300 milhões, conforme consta no Livro de Atas do Conselho de Administração, aumentado para US\$500 milhões na RCA de 07/10/05.

Em 27/10/06 a SEP expediu o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 417/06, fls.185/186, dirigido a CVRD, e o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 418/06, fls.187, dirigido a USIMINAS, solicitando informações a respeito de notícias veiculadas na imprensa indicando a intenção da CVRD de vender ativos não estratégicos, como participações em siderúrgicas, entre elas a participação na USIMINAS, fazendo referência ao fato relevante publicado pela CVRD em 26/10/06 que tratava da conclusão da aquisição das ações de emissão da Inco Limited e às matérias publicadas no jornal Valor Econômico do dia 25/10/06, pelas quais se atribuiu a uma executiva da Fitch Ratings a declaração de que a CVRD venderia sua participação na Usiminas.

O DRI da CVRD respondeu em 27/10/06, fls.188/189, afirmando não existir qualquer informação envolvendo as participações em siderúrgicas da CVRD que justificasse a divulgação de fato relevante e o DRI da USIMINAS, em 30/10/06, fls.190, afirmou não dispor de informações concretas sobre a posição da CVRD.

Em 06/11/06 a CVRD divulgou "Fato Relevante", acostado às fls.191, por meio do qual foi informada a venda de parte da participação da CVRD na USIMINAS e que das 25.810.728 ações ordinárias da USIMINAS, a CVRD manteria 6.608.608 ações, ingressando no Grupo de Controle da USIMINAS.

Na mesma data, a USIMINAS divulgou "Fato Relevante", acostado às fls.204/205, informando da nova composição do Grupo de Controle.

Em 21/11/06, foi encaminhado ao Sr. Fábio de Oliveira Barbosa, Diretor de Relações com Investidores da CVRD, o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 765/06, fls.146, solicitando cópia do comprovante do pagamento do mútuo de US\$170 milhões, e, em 24/11/06, foi encaminhado o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 777/06, fls.211/213, observando que após a divulgação, em 08/11/05, do 3º ITR/05, diversas análises elaboradas por profissionais do mercado, contendo comentários acerca da relevância e do impacto negativo que tais negócios poderiam ter sobre a decisão dos investidores de comprar ou vender os títulos de emissão da CAEMI e da CVRD.

A SEP anotou, ainda, não ter notícia de que o mercado tenha sido devidamente informado pela CVRD acerca dos dois empréstimos, solicitando manifestação sobre as razões pelas quais não foram divulgados fatos relevantes comunicando o mercado acerca dos dois mútuos no momento da celebração de cada um dos contratos.

Ademais, a SEP, no item 8 da correspondência, informou haver indícios de que " a decisão de vender a participação da CVRD na Usiminas teria escapado ao controle da administração da CVRD em 25.10.06, ou antes disso."

Na mesma data, 21/11/06, a SMI em atenção ao MEMO/SEP/GEA-2/Nº 132/2006, de 14/11/06, acostado as fls.209, enviou a GEA-2 o MEMO/CVM/GMA-2/Nº 089/06 (fls. 207/208) concluindo, com base em levantamentos preliminares, efetuados pela GMA-2, não terem ficado caracterizados indícios de irregularidades no mercado secundário.

Em 06/12/06, o Sr. Fábio de Oliveira Barbosa, Diretor de Relações com Investidores da CVRD, protocolou correspondência na CVM (fls.215/223) alegando que as operações da CVRD com a CAEMI já haviam sido esclarecidas em 09/06/06, uma vez que a gestão de seu caixa não configura ato ou fato relevante, capaz de provocar impacto no mercado de capitais, ensejando a divulgação de comunicado ao mercado.

A correspondência menciona, ainda, a correspondência de 27/10/06, enviada em atenção ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 417/06, por meio da qual informava que não havia, naquele momento, qualquer informação que justificasse a divulgação de fato relevante sobre a alienação dos ativos não estratégicos da Companhia, envolvendo as participações em siderúrgicas da CVRD, inexistindo, na época, qualquer alienação contratada.

Afirma, ainda, que o assunto foi mantido sob sigilo e que a informação não escapou do controle da companhia, não ocorrendo oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos papéis de emissão da CVRD e que a matéria veiculada pela revista Exame - edição nº 0880 de 08/11/06 - sob o título 'Os Bastidores do Negócio do Ano - a operação secreta que a Vale do Rio Doce montou para a compra da Inco, a maior aquisição já feita por uma empresa brasileira', não cita qualquer declaração de administradores da CVRD.

No que se refere ao conteúdo da matéria jornalística relacionada a visitas que os principais executivos da CVRD fizeram a algumas agências de "rating", destaca que as mesmas estão obrigadas a manter sigilo sobre as informações que lhes são divulgadas, devendo a companhia aberta zelar para que assim aconteça, como determina a Instrução CVM nº 358/01, informando, ainda, que o assunto tinha sido objeto de deliberação na reunião extraordinária da Diretoria Executiva da CVRD realizada em 31/07/06 (fls. 226/227) e na reunião ordinária do Conselho de Administração da CVRD realizada em 24/08/06 (fls. 223/224).

Da imputação

A SEP concluiu que as operações de mútuo, conforme disposto na Deliberação CVM nº 26/86, devem ser devidamente divulgadas no corpo das Demonstrações Financeiras ou em Nota Explicativa, sem prejuízo das disposições da Instrução CVM nº 358/02, apontando que o contrato de mútuo envolvendo a importância de R\$ 512.600 mil (US\$ 230 milhões), celebrado em 06/09/05, foi divulgado ao mercado pela primeira vez por meio da Nota Explicativa nº 8c do Formulário relativo ao 3º ITR/05, enviado, em 08/11/05 pela CAEMI.

Em 10/11/05, a CAEMI divulgou Comunicado ao Mercado a respeito do mútuo celebrado em 06/09/05 (fls. 374) entendendo a SEP que o referido contrato de mútuo deveria ter sido objeto de publicação de Fato Relevante, à época de sua celebração, pelo Diretor de Relações com Investidores da CVRD, tendo em vista que o mútuo representava 21,7% do Patrimônio Líquido da controlada CAEMI e correspondia a aproximadamente 30% do Projeto Itabiritos da CAEMI. A celebração do contrato de mútuo teria descumprido a "política de aplicação de Recursos de Caixa" da CAEMI.

O outro contrato de mútuo, celebrado em 28/10/05, envolvia a importância de R\$ 387.447 mil (US\$ 170 milhões) e representava, com base no formulário do 3º ITR/05 da controlada CAEMI (Consolidado), 16,37% do Patrimônio Líquido da companhia e a aproximadamente 22% do Projeto Itabiritos da CAEMI e, segundo a SEP também deveria ter sido objeto de publicação de Fato Relevante pela CVRD.

O segundo empréstimo também teria descumprido a "política de aplicação de Recursos de Caixa" da CAEMI e, como foi pago antecipadamente em 21/12/05, não houve qualquer informação a respeito de tal contrato, tendo em vista as datas de referência das informações periódicas, 3º ITR/05 e DFP/05, são, respectivamente, 30/09/05 e 31/12/05.

A SEP entendeu que a CVRD deveria ter divulgado o contrato de mútuo celebrado em 28/10/05 como Evento Subseqüente no Formulário referente ao 3º ITR/05.

Com referência a alienação da participação da CVRD na USIMINAS, a SEP entendeu que era dever do Diretor de Relações com Investidores da CVRD fazer publicar tempestivamente "Fato Relevante", considerando ter a informação escapado ao controle da CVRD em 25/10/06, ou antes disso.

A SEP imputou ao Sr. Fábio de Oliveira Barbosa, na qualidade de Diretor Executivo de Relações com Investidores da Cia. Vale do Rio Doce S/A, infração ao § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 3º da Instrução CVM nº 358/02 quando:

- a. deixou de divulgar Fato Relevante sobre a contratação dos mútuos mencionados; e
- b. deixou de divulgar tempestivamente "Fato Relevante" sobre a alienação de parte da participação da companhia na Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A, sujeitando-o às penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/76.

Da defesa

Após ser devidamente intimado (fls.410/411), o acusado apresentou defesa, acostada as fls. 418/463 e anexos, onde após tecer considerações a respeito de seu histórico profissional, dos prêmios recebidos pela CVRD, das políticas implementadas pelo defendente no que se refere a negociação com valores mobiliários e do relacionamento com o mercado de capitais em nível global, traz argumentos abaixo, em apertada síntese.

Que o Defendente é acusado por não ter feito a CVRD publicar fato relevante sobre dois empréstimos tomados por uma de suas sociedades, controlada indireta, de outra controlada indireta, sendo que a CVRD e a CAEMI são sociedades anônimas distintas, com patrimônios e acionistas distintos e, em razão disso, respectivos direitos e obrigações também distintos, apesar de ambas as companhias terem uma relação de controle.

Alega a defesa que toda a conclusão da acusação sobre a presente questão é lastreada nos efeitos dos Mútuos sobre a CAEMI e não sobre a CVRD, lembrando que o Defendente, no caso, responde por força de seu cargo de Diretor de Relações com Investidores da CVRD e não da CAEMI.

Ademais, que os empréstimos eram interessantes para ambas as sociedades uma vez que a CVRD necessitava de recursos no curto prazo, enquanto a CAEMI dispunha de considerável liquidez, sendo permitido pelo art. 245 da Lei das S/A que sociedades com controlador comum celebrem negócios jurídicos em bases comutativas sendo, no caso, um negocio vantajoso para ambas as sociedades.

Que tal negócio se deu em condições consistentes com os parâmetros de custo e prazo então prevaletentes, com benefícios para ambas as empresas, com o não pagamento de "spread" ao intermediário financeiro e acabou por ser tratado como "relevante", quando ele se mostrava, na verdade, legítimo e ordinário tanto para CAEMI, como, principalmente, para a CVRD.

Que poucos agentes de mercado emitiram seus respectivos entendimentos sobre o caso na direção de que o valor das ações de emissão de ambas as companhias poderiam sofrer algum impacto negativo, linha adotada pela acusação, enquanto outros agentes de mercado declaram a imaterialidade da operação ou nem comentaram o assunto em suas análises (relatórios em anexo), não aceitando a alegação de que, em função dos Mútuos, havia uma pressão vendedora sobre os valores mobiliários emitidos pela CVRD, quando os analistas reiteraram ou mantiveram a recomendação de compra das ações de emissão da CVRD.

A defesa não aceita a afirmação da acusação de que do DRI da CVRD tivesse reconhecido o impacto negativo dos mútuos durante um "conference call" uma vez que o DRI apenas declarou que a operação em pauta causou "um certo barulho", salientando que não houve qualquer reação negativa do mercado, não havendo de qualquer indagação ou comentário sobre o assunto em dois "conference calls" realizados pelo Defendente em 27/01/06 e 08/03/06.

Ademais, que não houve qualquer variação atípica no volume e nos preços das ações de emissão da CVRD em razão dos Mútuos, seja na Bovespa seja na NYSE.

A defesa salienta que a CVRD era avaliada pelo mercado, à época, em US\$ 46 bilhões e, atualmente, em cerca de US\$ 95 bilhões, e que seu patrimônio, conforme ITRs do 2º e 3º trimestres de 2005, era de R\$ 23,2 bilhões em 30/06/05 e de R\$ 25,9 bilhões em 30/09/05, destacando que o valor total dos mútuos US\$ 400 milhões, correspondentes a aproximadamente R\$ 900 milhões, caso tivessem algum reflexo no balanço da CVRD, ou seja, se tivessem sido captados com empresas não controladas, representariam um endividamento de 4,04% (em 30/06/05) e 3,42% (em 30/09/05), se calculado sobre seu patrimônio líquido.

A defesa discorre sobre a conceituação de "Fato Relevante" como " qualquer acontecimento ocorrido ou relacionado aos negócios da companhia que possa, de forma ponderável, influir na decisão do investidor quanto aos valores mobiliários de sua emissão.", destacando que não é todo e qualquer ato ou fato que configura um fato relevante, mas simplesmente aqueles que possam influir de maneira significativa (de modo ponderável) na decisão do investidor.

Ressalta que os atos ou fatos potencialmente relevantes elencados no parágrafo único do art. 2º da Instrução CVM nº 358/02 são meramente exemplificativos, tanto no sentido de que a lista não é exaustiva, como no de que os atos enumerados podem em determinados casos não serem considerados fatos relevantes, cabendo à administração da companhia e ao diretor de relações com os investidores, diante do caso concreto, examinar os dados, cotejar as informações disponíveis e avaliar a potencialidade da repercussão do fato concreto no mercado e que o fato pode influir, significativamente, na decisão dos investidores em relação aos valores mobiliários de emissão de sua companhia, decidir pela sua divulgação.

Caso os administradores ou os controladores entenderem que a revelação do ato ou fato porá em risco interesse legítimo da companhia, esse fato relevante poderá não ser divulgado, mas, se a informação sobre o fato relevante escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários, o fato deverá ser imediatamente divulgado, nos termos do art. 6º e seu parágrafo único da Instrução CVM nº 358/02.

Assim, a ocorrência de rumores, sem oscilação atípica da cotação dos valores mobiliários, não são suficientes para comprovar que houve ou que podia ter havido algum dano ou prejuízo aos investidores e, se não houve oscilação atípica, se a administração entendia que o fato não era relevante, resta, em princípio, demonstrado que a decisão da administração foi acertada.

Conclui a defesa, nesse aspecto, que o negócio não se mostrava relevante para a CVRD e o fato de não constar de nota explicativa, nos termos da Deliberação CVM nº 26/86 se deu uma vez que a CVRD, por ser controladora tanto da mutuária como da mutuante, acumulava ambas as posições de um contrato de mútuo, ou seja, era credora e devedora para fins de consolidação contábil, sendo o saldo dos mútuos para a CVRD igual a zero, tendo sido seguida a orientação do item 12 da citada Deliberação.

No que se refere a segunda acusação, de não ter publicado fato relevante, para comunicar ao mercado o suposto "estado das negociações" de um negócio referente a ações de emissão da Usiminas detidas pela CVRD, que a CVRD respondeu ao ofício da CVM de 27/10/06 que fazia referência ao "Fato Relevante" publicado pela CVRD em 26/10/06 que tratava da conclusão da aquisição das ações de emissão da Inco Limited e às matérias publicadas no jornal Valor Econômico do dia 25/10/06, salientando basicamente que não havia, naquele momento, qualquer informação que justificasse a divulgação de fato relevante nos termos da legislação pertinente.

Que publicou "Fato Relevante", em 06/11/06, informando que seu Conselho de Administração tinha aprovado seu ingresso no grupo de controle da Usiminas e a alienação de parte de suas ações de emissão dessa sociedade do ramo da siderurgia e que o respectivo contrato havia sido celebrado naquele dia.

A defesa alega que a acusação confundiu dois eventos distintos: alienação e negociação; os quais demandam tratamentos distintos no presente caso, em face da aplicação dos comandos presentes na Lei das S/A e da Instrução CVM nº 358/02.

Alega que a constatação de que a CVRD estaria tentando alienar tais ativos não é matéria de presença obrigatória em comunicado ao mercado na forma de fato relevante enquanto a venda de tais ativos era matéria obrigatória em fato relevante da CVRD, tanto que essa companhia assim o fez tão logo a negociação sobre tal alienação estava confirmada.

Adiciona a defesa, que a CVRD era um acionista não controlador da Usiminas com 23% de seu capital votante e que tinha como alternativas a venda da participação, o ingresso no grupo de controle ou a combinação de ambas as estratégias, trazendo várias reportagens que desde 2004 salientavam a intenção da CVRD de alienar ou ingressar no bloco de controle da siderúrgica.

No caso, aponta que o mercado já imaginava que algum negócio poderia ser concluído nesse sentido e que não houve qualquer variação atípica nas negociações com ações de emissão da CVRD, como atestou o MEMO/CVM/GMA – 2/Nº 089/06, de 21/11/06.

Ademais, que a CVM, em outras ocasiões, já havia questionado a empresa sobre o mesmo assunto (Ofício CVM/SEP/GEA-2/Nº.202/05, Ofício CVM/SEP/GEA-2/Nº.302/05 e Ofício CVM/SEP/GEA-2/Nº.616/05) e, uma vez respondidos os ofícios, não houve determinação de publicação de fato relevante por parte da CVM.

Acrescenta que, em termos quantitativos, o valor dos ativos, que seriam imediatamente vendidos aos participantes do grupo de controle da Usiminas, por ocasião da conclusão das negociações e do fato relevante publicado em 06/11/06, era da ordem de US\$178 milhões, ou R\$ 378,6 milhões, uma pequena fração da receita mensal bruta do grupo CVRD em novembro do mesmo ano, valor este que foi superior a R\$ 5,0 bilhões.

Em relação ao valor total do negócio relativo às ações de emissão da Usiminas, que engloba também a venda de parte de tais ativos no mercado secundário, o montante então estimado era de US\$635 milhões (na data da publicação de fato relevante), o que representava apenas cerca de 1,01 % do valor total de mercado da CVRD na mesma data, que era de US\$62,674 bilhões.

É o relatório.

VOTO

1. A imputação feita neste processo ao acusado Fábio de Oliveira Barbosa, Diretor Executivo de Relações com Investidores da Companhia Vale do Rio Doce ("CVRD"), que também ocupa o cargo de Presidente do Conselho de Administração da Caemi Mineração e Metalurgia S.A. – Caemi ("CAEMI), foi de violação ao §4^o¹ do art. 157 da Lei nº6.404/76 combinado com o art. 3^o² da Instrução CVM nº 358/02, tratando-se da não divulgação de "Fatos Relevantes" referentes a dois empréstimos concedidos pela CAEMI a sua acionista controladora CVRD e da não divulgação tempestiva de "Fato Relevante" relativo à alienação de parte da participação da CVRD na Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A ("USIMINAS")
2. Esclareço que para a definição normativa do que seja fato relevante remeto ao Voto do Diretor-Relator no caso espelho a este, Processo Administrativo Sancionador nº RJ2006/4776, julgado em 17/01/07, qual seja, a responsabilidade do DRI da CAEMI pela violação ao §4^o do art. 157 da Lei 6.404/76 combinado com o art. 3^o da Instrução CVM n 358/02 no que se refere a primeira acusação ora em comento.
3. No caso em concreto, considerando os argumentos trazidos pela defesa, verifico que a situação fática da CVRD e da CAEMI frente aos mesmos fatos é bastante diferente.
4. Entendo que os empréstimos, no valor de US\$230 milhões e de US\$170 milhões, concedidos pela CAEMI não devem ser considerados como informação relevante, a ensejar a publicação de "Fato Relevante", verificando questões patrimoniais e financeiras da CVRD e de mercado, lembrando que as responsabilidades do DRI da CVRD não se confundem com as responsabilidades do DRI da CAEMI.
5. Assim, segundo a ótica da CVRD, os empréstimos representavam um endividamento de 4,04% (em 30/06/05) e 3,42% (em 30/09/05), se calculado sobre seu patrimônio líquido que era, conforme ITRs do 2^o e 3^o trimestres de 2005, de R\$ 23,2 bilhões em 30/06/05 e de R\$ 25,9 bilhões em 30/09/05.
6. Destaque-se que o saldo contábil consolidado da CVRD era igual a zero e que o valor total dos mútuos US\$ 400 milhões, correspondentes a aproximadamente R\$ 900 milhões, teriam reflexo no balanço da CVRD se tivessem sido captados com empresas não controladas.
7. No meu entender, portanto, verifico que o DRI da CVRD, ao fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que os empréstimos pudessem impactar a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia e optar por não divulgar os mesmos, agiu corretamente, uma vez que não houve comprovação de qualquer variação atípica no volume ou nos preços das ações de emissão da CVRD em razão dos Mútuos, seja na Bovespa seja na NYSE.
8. Diante do exposto, entendo que o Sr. Fábio de Oliveira Barbosa, Diretor Executivo de Relações com Investidores da Companhia Vale do Rio Doce, no que se refere aos empréstimos mencionados na acusação, não infringiu a regulamentação ao não divulgá-los.
9. *No entanto, verifico que o DRI da CVRD, em 03/02/06, em correspondência dirigida a esta Autarquia, em atenção ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 049/06, de 02/02/06, ao ser questionada da existência de outra operação de mútuo respondeu:*

"foi realizada **apenas esta vez um empréstimo**, trazendo benefícios para o mutuante e para os seus

acionistas, como mencionado acima, e também para a mutuária e seus acionistas" (grifei)

10. Ora, foi comprovado posteriormente, por meio de correspondência encaminhada pela CAEMI em 23/03/06 (fls. 66/68), em atenção ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 181/06, de 13/03/06, que existia outro mútuo, não revelado pelo DRI da CVRD:

"em resposta ao item (iii) do ofício em apreço, informamos que **ocorreu outra operação idêntica ao mútuo de 06.09.2005**, cuja cópia do contrato firmado em 28 de outubro de 2005 encontra-se anexa à presente. Vale frisar que ambos contratos de mútuos já foram liquidados, sendo o primeiro em 26/01/06 e o segundo em 21/12/05. Apresentamos, ainda, em anexo, a relação de outros mútuos firmados entre partes relacionadas". (grifei)

11. Tal proceder do Sr. Fábio de Oliveira Barbosa, no meu entender, pode, em tese, configurar infração ao art. 6º da Lei nº 7492/86³, uma vez que, a meu juízo, a companhia aberta ao captar recursos de terceiros equipara-se à instituição financeira, para efeito da citada Lei, nos termos de seu art. 1º, PU, inciso A⁴, bem como pode configurar infração a dispositivos do Código Penal.
12. No que se refere a negociação da participação acionária da CVRD na USIMINAS, deve ser perquirido se o dever de informar deveria ter sido relativizado em função do dever de sigilo.
13. A Instrução CVM nº 358/02, em seu art. 6º, permite que, excepcionalmente, os atos ou fatos relevantes deixem de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.
14. Assim, se a divulgação de uma informação preliminar que deveria ser pública, de acordo com as regras de divulgação de informação, pode impedir a conclusão de um negócio, a companhia poderá, legitimamente, deixar de divulgar a informação.
15. No entanto, a exceção à divulgação não é absoluta e esta divulgação da informação é obrigatória, conforme o disposto no art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/02⁵, no caso 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.
16. No caso em comento, a SEP questionou a CVRD por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 417/06 (fls. 185/186), de 27/10/06, a respeito de notícia veiculada na imprensa, em 25/10/06, dando conta de que a Fitch Ratings, de acordo com declarações de sua diretora de finanças corporativas para a América Latina, manteve o "investment grade" da CVRD uma vez que a empresa teria explicado que pretendia reduzir seu endividamento com a venda "de uma série de ativos não-estratégicos, como participações em siderúrgicas, entre elas a Usiminas", acrescentando detalhes como a venda de 6% para outros sócios e de 10% para o mercado.
17. Ainda em 27/10/06 a CVRD respondeu informando não haver qualquer informação relevante passível de divulgação.
18. Em 06/11/06 a CVRD divulgou "Fato Relevante" (fls.191) a respeito de seu ingresso no grupo de controle da Usiminas e da venda de parcela de sua participação.
19. A SEP, em nova correspondência encaminhada a CVRD em 24/11/06, OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 777/06 (fls.211/213), solicitou esclarecimentos apontando, além da já mencionada declaração da diretora da Fitch Ratings, reportagem da revista Exame - edição nº 0880 de 08/11/06, acostada às fls.200/202, destacando o seguinte trecho:

"Nas semanas que antecederam o anúncio da oferta, em agosto, Agnelli incumbiu seu diretor executivo financeiro, Fábio Barbosa, de visitar os executivos das agências de risco e sondar sua possível reação à compra. O movimento deveria ser feito sob absoluto sigilo. Barbosa foi a Nova York e a Toronto para se reunir com executivos de Moody's, Fitch, Standard & Poors e agências de risco locais do Canadá"

20. Assim, entendo ter restado comprovado que a informação da CVRD envolvendo a alienação de ações de emissão da USIMINAS fugiu ao controle do DRI da CVRD, hipótese prevista no art. 6º, PU, da Instrução CVM nº 358/02, configurando a obrigação de divulgar publicamente e imediatamente o ato ou fato relevante.
21. No meu entender, o Sr. Fábio de Oliveira Barbosa, ao não divulgar tempestivamente "Fato Relevante" relativo à alienação de parte da participação da CVRD na USIMINAS, violou o §4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 3º da Instrução CVM nº 358/02.
22. Concluo que o DRI da CVRD deveria ter divulgado a negociação para alienação de parte da participação da CVRD na USIMINAS imediatamente após a divulgação de notícia na imprensa em 25/10/06, havendo elementos para que o Sr. Fábio de Oliveira Barbosa superasse seu dever de sigilo.
23. Entretanto, verifico a existência de atenuante, qual seja a baixa relação entre o valor dos ativos alienados frente a receita mensal bruta do grupo.
24. Anoto, ainda, que a divulgação de fato relevante sobre o assunto se deu em 06/11/06, imediatamente após a conclusão da negociação, quando foi informado que o Conselho de Administração da CVRD tinha aprovado seu ingresso no grupo de controle da Usiminas e a alienação de parte de suas ações de emissão dessa sociedade do ramo da siderurgia.
25. Diante do exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, e § 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/76, Voto pela aplicação da pena de multa pecuniária no valor de R\$100.000,00 ao Sr. Fábio de Oliveira Barbosa, Diretor Executivo de Relações com Investidores da Companhia Vale do Rio Doce, por infração ao §4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 3º da Instrução CVM nº 358/02, pela não divulgação tempestiva de "Fato Relevante" relativo à alienação de parte da participação da CVRD na USIMINAS e Voto pela sua absolvição da imputação no que se refere a não divulgação de "Fatos Relevantes" referentes a dois empréstimos concedidos pela CAEMI a sua acionista controladora CVRD.
26. Voto, ainda, no sentido de que o presente processo administrativo sancionador seja encaminhado à Procuradoria Federal Especializada da Comissão de Valores Mobiliários, para manifestação nos termos do art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 105/01, pelo descrito nos itens 7 a 9 acima, após o que, entendendo cabível, seja encaminhado o presente processo ao Superintendente Geral para a devida comunicação ao Ministério Público.

É o meu Voto.

Rio de Janeiro, 04 de julho de 2007.

Eli Loria

Diretor-Relator

1 Lei nº 6404/76 - art. 157.

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

2 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".

3 Lei nº 7492/86

"Art. 6º Induzir ou manter em erro, sócio, investidor ou **repartição pública competente**, relativamente a operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente:

Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos, e multa." (grifei)

4 Lei nº 7492/86

"Art. 1º Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros (Vetado) de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários.

Parágrafo único. **Equipara-se:**

I - a pessoa jurídica que **capte** ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou **recursos de terceiros**;" (grifei)

5 Instrução CVM nº 358/02

"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 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."

Declaração de voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade

I – Objeto deste voto

1. Pedi vista para examinar as seguintes questões, alegadas pela defesa ou constantes do voto do Diretor Relator:

a) no que se refere à acusação relativa aos mútuos celebrados com a Caemi: (i) a questão da existência de supostos indícios de crimes descritos na Lei 7.492/86; e (ii) a questão da materialidade da informação sobre os mútuos, do ponto de vista da Vale;

b) no que se refere à acusação relativa à negociação com as ações da Usiminas: (i) a questão da informação seletiva a analistas de agências de *rating*, e a alegação de que notícias jornalísticas anteriores sobre o tema teriam sido antes divulgadas, quando não havia negociação alguma, inclusive dando origem a anteriores solicitações de informação pela CVM; e (ii) a questão da dosimetria da penas.

II - A existência de indício de crime

2. O voto do Relator vislumbrou a existência de indício de crime, na conduta que o acusado teria adotado, de ocultar da CVM a celebração do segundo mútuo, quando indagado pela SEP. O tipo seria o do art. 6º da Lei 7.492/86, isto é, "[i]nduzir ou manter em erro, sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonogando-lhe informação ou prestando-a falsamente".

a) Resposta ao primeiro ofício

3. O primeiro ofício (fls. 16) iniciava pela seguinte frase: *"Reportamo-nos ao contrato de mútuo celebrado em 06.09.05"*. E prosseguia afirmando que *"de acordo com o artigo 3º do Estatuto Social da CAEMI, o objeto social dessa Companhia seria a 'promoção e realização de empreendimentos industriais, especialmente no setor de mineração e metalurgia, e a participação societária em tais empreendimentos, ou em outras empresas, quando conveniente aos interesses sociais'"*. O ofício então solicitava, *"[t]endo em vista a preponderância que a VALE possuiu nas deliberações sociais e no poder de eleger ou destituir a maioria dos administradores da CAEMI", "a manifestação da Companhia, informando, inclusive as medidas que eventualmente pretenda adotar com relação ao caso específico"*.

4. Como se vê, o primeiro ofício focava na questão de que o primeiro mútuo poderia ter constituído violação do objeto social da CAEMI, e solicitava informações a respeito. A resposta do acusado, como se vê a fls. 18, afirmava que o mútuo se encontrava *"em linha com a política financeira de aplicação de recursos"* da Caemi, e esclarecia que o empréstimo não constituía alteração ou desvio com relação ao objeto social da Caemi, sendo uma operação financeira *"como tantas outras exercidas, não só pela Caemi, como por qualquer outra sociedade que tenha necessidade e oportunidade de aplicar financeiramente os seus recursos"*.

5. Nessa passagem da resposta é que consta a afirmação na qual o Relator vislumbrou o indício de indução a erro. Ali se disse: *"Ademais, o referido empréstimo, além de ser uma operação singular, não visa a alterar ou impactar a atividade principal exercida pela CAEMI"* (fls. 18 – grifou-se).

6. Pode-se dizer que a referência a *"operação singular"*, no contexto de uma discussão sobre eventual alteração de fato do objeto social — transformando-se a Caemi em uma instituição financeira, a emprestar para a Vale — teria tido a intenção de turvar a visão do regulador, de *induzir a CVM em erro*, como exige o tipo penal? Parece-me que não, principalmente porque nada foi perguntado sobre a existência eventual de outros mútuos — o que desobrigava uma resposta que enfrentasse o tema.

7. Além disso, o que se debatia era a suposta alteração de fato do objeto social, e a existência de um ou de dois mútuos era insuficiente para que se pudesse falar em tal alteração. Com efeito, a Caemi (na verdade suas controladas) tinha intensa atividade industrial, muito mais relevante, do ponto de vista de suas receitas, do que os resultados financeiros que iria auferir com o mútuo. Apenas para que se tenha uma idéia, o lucro consolidado da Caemi em 2005 foi de cerca de R\$ 1,75 bilhão, enquanto a receita com juros foi de menos de R\$ 85 milhões.

8. Portanto, como o primeiro ofício não contém nem uma palavra sobre a eventual existência de outros mútuos semelhantes ao primeiro, e nem mesmo sobre mútuos em geral e a resposta esclarece o que foi perguntado sobre o primeiro mútuo, não encontro em seu teor indício da prática do crime de que trata o art. 6º da Lei 7.492/86.

b) Resposta ao segundo ofício

9. O segundo ofício (fls. 42) novamente principiava pela seguinte frase: *"Reportamo-nos ao contrato de mútuo*

celebrado em 06.09.05". E prosseguia solicitando que o acusado esclarecesse "se houve alguma razão específica para a celebração do referido mútuo além do objetivo de se 'evitar a intermediação financeira', assim como informasse 'se o referido empréstimo foi liquidado na data inicialmente prevista de seu vencimento". O ofício solicitava ainda a remessa de "cópia de todas as Atas de reunião de Conselho de Administração, Diretoria, Conselho Fiscal e Assembléias que tenham tratado do assunto em questão".

10. Como se vê, o segundo ofício era ainda mais restrito ao tema do primeiro mútuo. Indagava sobre a razão específica para a sua celebração, e se fora liquidado no vencimento. E pedia atas de reuniões sobre "o assunto em questão". A resposta do acusado, de fls. 44, atende à indagação, esclarecendo as taxas do contrato, e o fato de que fora liquidado no vencimento. Afirmava ainda que se tratava de uma operação de curto prazo que visava a "otimizar o gerenciamento financeiro de ambas as empresas".

11. Nessa resposta consta, ainda, a seguinte afirmação, que motivou a percepção do Relator quanto ao indício de crime: "**Cabe registrar que foi realizada apenas esta vez um empréstimo** , trazendo benefícios para o mutuante e para os seus acionistas, como mencionado acima, e também para a mutuaría e seus acionistas" (fls. 44).

12. Essa afirmação, como depois se viu, realmente não era exata, quando foi feita. A resposta foi dada em 04 de fevereiro de 2006. O primeiro mútuo foi celebrado em 06 de setembro de 2005 (fls. 116/117), e o segundo mútuo em 28 de outubro de 2005 (fls. 118/120). Logo, não era correto afirmar que fora realizada apenas esta vez um empréstimo. Foram, de fato, realizados dois empréstimos. A essa declaração se soma o fato de que, embora o primeiro e o segundo empréstimos tivessem a mesma taxa de juros, e o segundo vencesse posteriormente ao primeiro, o segundo foi quitado antecipadamente, ainda em dezembro de 2005, fazendo com que a informação sobre sua existência não constasse das notas explicativas das demonstrações financeiras.

13. Contudo, considerando que o ofício que se estava respondendo versava apenas sobre o primeiro mútuo, tenho dúvida de que estejam presentes elementos necessários para que se possa falar em prática do crime descrito no art. 6º da Lei 7.492/86. A princípio me parece que não é possível, diante dos termos específicos do segundo ofício, que qualquer declaração do acusado que omitisse ou desse a entender que não existia o segundo mútuo possa ser considerada como *sonegação* da informação, ou *prestação de informação falsa*. Quer me parecer que tais condutas têm que dizer respeito ao objeto da indagação ou investigação, o que não ocorria no caso, para que se possa falar no preenchimento do tipo.

14. Ressalte-se que não se tratava, no caso, de procedimento de fiscalização iniciado através de inspeção, em que fossem solicitados todos os documentos sobre determinado assunto, como mútuos com partes relacionadas, ou com a Caemi em especial. Tratava-se apenas de ofícios da SEP, com pedidos específicos. Talvez por isso não tenha sido sequer formulada acusação de embaraço à fiscalização, com base na Instrução 18/81.

15. Parece-me que se pode estar confundindo, no caso, condutas recomendáveis, como teria sido a informação espontânea da existência do segundo mútuo, com a prática de crime de tipo doloso, em que é preciso que fique comprovada a resposta falsa a uma questão clara, ou a omissão propositada de uma informação solicitada. Eventual *lapsus linguae*, em frase lateral de uma resposta a ofício, não me parece capaz de preencher o tipo penal doloso de que se cogita no caso. Ninguém afinal espera que alguém seja condenado criminalmente por uma frase infeliz.

16. Contudo, diante da complexidade do tema, concordo com o voto do Diretor Relator, quanto à remessa dos autos à Procuradoria Federal Especializada – PFE, para que opine sobre a existência dos indícios de crime por ele vislumbrados.

III - A materialidade dos mútuos, para a Vale

17. Ainda no que se refere aos mútuos para a Caemi, a questão da materialidade da informação, do ponto de vista da Vale, foi discutida pelo Relator do ponto de vista da relevância financeira das operações. Mas a acusação parece ter percebido uma relevância de outro tipo, baseada em que alguns analistas se manifestaram sobre o fato de que uma operação com parte relacionada, mas com minoria acionária diversa, poderia representar um indício de práticas menos rigorosas da administração da Vale, quanto à governança corporativa.

18. O argumento da defesa é o de que as operações de mútuo foram boas para ambas as partes, que se beneficiaram mutuamente da desintermediação financeira. Esse argumento não enfrenta a questão do ponto de vista da Caemi, cujos acionistas poderiam entender que, não necessitando dos recursos, a companhia deveria devolvê-los aos acionistas, ao invés de emprestá-los ao controlador. O mesmo risco poderia ser percebido pelos acionistas da Vale, caso uma oportunidade semelhante se apresentasse a essa companhia, em relação a seus controladores.

19. Contudo, aqui mais uma vez me parece que estamos tratando de filigranas, e não de condutas concretas. Parece-

me que a avaliação prévia da relevância de um fato pela administração de uma companhia raramente será sensível a argumentos de natureza tão subjetiva, quanto percepções indiretas de aspectos de governança. Por isso, me parece que será sempre muito difícil, *a posteriori*, pretender que a administração deveria ter sido muito mais rigorosa do que o padrão normal de conduta, e ainda puni-la pela não adoção de padrão mais rigoroso.

20. Desse nível de sutileza é que me parece a alegação da acusação de que o fato de alguns analistas terem mencionado os riscos para a governança da Vale, após a divulgação do primeiro mútuo, deveria ter feito a administração divulgar o segundo, que então já havia sido celebrado, mas não estava refletido nas informações trimestrais divulgadas. Aqui, mais uma vez, entendo que há uma grande diferença entre o que é recomendável e o que é obrigatório, especialmente se as cotações ou o volume nas negociações de valores mobiliários de emissão da companhia não sofrem alteração, como não sofreram neste caso.

21. Poderia ser recomendável que a Vale tivesse divulgado o segundo mútuo, quando verificou algum ruído de mercado, em algumas análises divulgadas. Mas daí a dizer que deveria tê-lo feito — isto é, que não fazê-lo significou descumprir a lei — justificando uma sanção, creio que vai uma boa diferença.

22. Até reconheço que o fato de o acusado ser, à época, além de diretor financeiro e de relações com investidores da Vale, também Presidente do Conselho de Administração da Caemi, o coloca em situação particularmente duvidosa, quanto à conduta adotada, porque a CVM já concluiu, no Processo Sancionador nº 2006/4776, que a Caemi deveria ter divulgado a existência dos mútuos — cuja relevância econômica para ela era indiscutível. O acusado conhecia os mútuos, mas o fato é que ele não foi acusado como administrador da Caemi, apenas como administrador da Vale, e quanto a esta a relevância dos mútuos não seria econômica, e seria, sob qualquer outro ponto de vista, tênue demais, em minha opinião, para justificar a punição de quem entendesse pela não divulgação.

23. Aliás, saliento que embora a divulgação de fatos relevantes seja a regra, e o sigilo seja a exceção, não é isso que se discute aqui, mas sim se o fato era ou não era relevante para a Vale. Se fosse, não haveria razão para manter o mútuo em sigilo, até porque era uma operação entre partes relacionadas, que não correria qualquer risco com a divulgação.

24. Acompanho, assim, quanto à questão dos mútuos para a Caemi, a conclusão pela absolvição, adotada pelo Relator.

IV - Informação seletiva a analistas de agências de *rating*

25. Quanto à questão da negociação da posição acionária na Usiminas, gostaria, em primeiro lugar, de expressar meu entendimento no sentido de que a transmissão de informação relevante não divulgada a qualquer terceiro, seja analista de *rating*, seja consultor, somente pode ser feita (i) no interesse da companhia e (ii) sob contrato de confidencialidade, sob pena de se constituir em transmissão indevida seletiva de informação. Isso decorre da regra do art. 155, § 1, da Lei 6.404/76, segundo a qual o administrador deve "*guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado*".

26. Na resposta do acusado de fls. 153/159, especialmente a fls. 156/157, consta claramente a afirmação de que ele informou às agências de *rating* sobre o movimento que pretendia realizar, considerando que esse fato era inclusive uma obrigação sua, para avaliar se o movimento que se pretendia realizar seria bem recebido pelas agências, inclusive para decidir se deveria prosseguir ou não no caminho. Também se afirma que as agências de *rating* contratadas pela Vale estavam obrigadas a manter sigilo sobre a informação.

27. Essas afirmações do acusado me parecem corretas, mas devem ser tomadas com as ressalvas de que, naturalmente, (i) a formalização das obrigações de confidencialidade, em casos tais, é fundamental, seja pelo interesse posterior da companhia, em caso de indenização por descumprimento, seja pela possibilidade de a CVM posteriormente comprovar o uso indevido da informação por aquele que a detinha sob sigilo; e (ii) o acompanhamento da perda de controle sobre a informação deve ser feito com ainda maior intensidade, conforme o número de agentes que dela disponha se alargar.

28. O parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM 358/02 é claro ao afirmar que, em hipóteses como a de que trata os autos, as pessoas que detêm a informação, e notadamente o DRI, devem "*divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle*". E, no caso concreto, a informação claramente escapou ao controle da companhia, pois em 25 de outubro de 2006 o Jornal Valor Econômico divulgou matéria do seguinte teor:

"De acordo com Anita Saha, diretora de finanças corporativas da Fitch Ratings para a América Latina, a empresa manteve o 'investment grade' para a Vale porque a mineradora explicou como pretende reduzir a dívida neste ano e em 2007. 'Eles vão usar o caixa da companhia (US\$ 2 bilhões) e vender uma série

de ativos não estratégicos, como participações em siderúrgicas, entre elas a Usiminas, afirmou Saha”

29. A notícia ainda dava detalhes que vieram a se confirmar, como o fato de que a Vale “*deverá vender para seus sócios 6% e outros 10% serão oferecidos no mercado. Com a operação espera-se captar, no mínimo, US\$ 1 bilhão*”. De fato, em 6 de novembro de 2006, 12 (doze) dias depois da publicação da matéria no Jornal Valor, e 10 (dez) dias depois de o acusado ter respondido à CVM que não havia nada a informar sobre o tema, foi publicado o anúncio de fato relevante dando conta da operação da Usiminas, através da qual a Vale vendeu a seus sócios 4,75% das ações ordinárias, e comunicou que venderia ao mercado cerca de 12,3% de tais ações (o que, pelo preço de venda aos sócios, montaria a cerca de R\$ 977 milhões).

30. Assim, parece-me que tem razão o Relator quando entende que o acusado, diante da perda de controle sobre a informação, através de notícia de jornal que indicava uma fonte que, efetivamente, tinha tido acesso à informação, e noticiava números muito próximos dos que efetivamente já estavam então sendo negociados, deveria ter publicado aviso de fato relevante, confirmando a existência da negociação.

31. A alegação do acusado, de que se tratava de mera negociação, que ainda não estava concluída, e portanto que a informação não deveria ser divulgada, sob pena de mal informar-se o mercado, parte do pressuposto de que se estava demandando que ele publicasse a conclusão do negócio. Mas não é disso que se trata. As tratativas podem ser mantidas em sigilo, mas uma vez noticiadas, e com riqueza de detalhes, devem ser confirmadas, sem que o mercado fique por isso mal informado. O mercado, a partir daí, especulará com a probabilidade de conclusão do negócio, e todos negociarão com base na mesma informação, devidamente confirmada.

32. Além disso, a discussão sobre o momento em que a informação deve ser divulgada em tese (na conclusão do contrato ou no curso das negociações) perde inteiramente a relevância quando a informação foge ao controle da companhia. Nesse caso, se a existência da negociação for relevante, ela deve ser confirmada. E a relevância, no caso concreto, era indubitosa, dado que a Vale havia adquirido a Inco, e necessitava mostrar ao mercado que tinha meios de arcar com tal aquisição sem perda de sua capacidade econômica e financeira.

33. O fato de que a imprensa havia, por vezes anteriores, cogitado da possibilidade de ocorrer uma reestruturação na Usiminas envolvendo a participação da Vale, e de que a própria CVM havia solicitado informações anteriores sobre o tema, sem que, naquelas oportunidades, as negociações houvessem chegado a bom termo, não deve ser considerado atenuante, a meu ver, pois as notícias anteriores nunca tinham chegado ao nível de detalhe daquela divulgada pelo Valor em 25 de outubro de 2006, e que se revelou muito próxima do que veio em seguida a ser confirmado.

34. Assim, acompanho voto do Relator, quanto a considerar verificada a infração imputada, no que se refere à falha no dever de divulgação do aviso de fato relevante quanto ao negócio da Usiminas, a partir da publicação da matéria no Jornal Valor Econômico, em 25 de outubro de 2006.

V - Dosimetria da Pena

35. Por fim, minha última observação diz respeito à dosimetria da pena pela infração que, como o Relator, reconheço ter ocorrido. O Relator propõe a aplicação de multa de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) ao acusado, que é primário.

36. Analisando os casos julgados pelo Colegiado a partir de 2004, envolvendo infrações ao art. 155 da Lei 6.404/76 ou à Instrução 358/02, em situações similares à destes autos (isto é, não envolvendo a prática de *insider trading*), e nos quais houve condenações, tem-se o seguinte quadro:

a) no caso Gazeta Mercantil (PAS RJ2004/5238), julgado em 28.03.05, de que fui Relator, foi imposta ao DRI a pena de multa de R\$ 200 mil, por deixar de divulgar (i) a celebração de contrato através do qual o uso das marcas da companhia e o direito de explorá-las foram cedidas a terceiro e (ii) a decretação da falência da companhia;

b) no caso Cemepe (PAS RJ2002/1822), julgado em 06.05.05, de que foi Relatora a Diretora Norma Parente, foi imposta ao DRI a pena de advertência, vencido o Diretor Wladimir Castelo Branco que impunha a multa de R\$ 20 mil, por deixar de divulgar reestruturação societária ocorrida e terminada, envolvendo companhias controladas;

c) no caso Vasp (PAS RJ2004-6238), julgado em 05.10.05, de que fui Relator, foi imposta ao DRI a pena de multa de R\$ 50 mil, por deixar de divulgar decisão judicial relevante para a companhia, mesmo após ter ciência de que fora proferida;

d) no caso Caemi (PAS RJ2006/4776), julgado em 17.01.07, de que foi Relator o Diretor Pedro Marcilio,

foi imposta ao DRI da Caemi a multa de R\$ 500 mil, pela não divulgação dos contratos de mútuo a que também se refere este processo;

e) no caso Chapecó (PAS RJ2005/8528), julgado em 24.01.07, de que foi Relatora a Diretora Maria Helena Santana, foi imposta ao DRI a multa de R\$ 15 mil, por, dentre outras infrações, deixar de divulgar a reestruturação de seus passivos e a aquisição de seu controle; e,

f) finalmente, no caso Alpartagas (PAS RJ2006/5928), julgado em 17.04.07, de que foi Relator o Diretor Pedro Marcilio, foi imposta ao DRI a pena de advertência, por deixar de divulgar (i) um contrato de financiamento e (ii) um acordo para majoração dos dividendos a serem pagos pela companhia.

37. A análise das atenuantes consideradas em todos os processos, dentre os acima mencionados, para a fixação de penas de advertência (um caso) ou de multas até R\$ 50 mil (três casos), revela que se tratava de companhias com pouquíssima negociação, o que diminuía a relevância das infrações, do ponto de vista de dano potencial ao mercado. Por outro lado, é forçoso reconhecer que em pelo menos três daqueles casos (Vasp, Cemepe e Chapecó) não poderia haver dúvida quanto à ocorrência da infração, dado que os negócios ou eventos já estavam concluídos e formalizados, o que não ocorre com a hipótese da negociação de Usiminas, neste caso concreto.

38. No caso Alpartagas ocorreu movimentação atípica das ações da companhia, o que não ocorreu neste caso concreto, mas como os papéis eram pouco líquidos, e já ocorrera movimentação atípica anterior sem fato relevante que o justificasse, foi mantida a conclusão pela advertência.

38. No caso Gazeta Mercantil, em que foi imposta pena de R\$ 200 mil, os fatos relevantes ocorreram e não foram comunicados, e se constituíam em eventos fundamentais para a vida da companhia, e o interesse dos acionistas, dado que se tratava do arrendamento da empresa para terceiro, e da decretação da falência da companhia. Assim, mesmo diante da pouca liquidez dos valores mobiliários, foi imposta uma multa equivalente a 40% da pena máxima.

38. Por fim, no caso Caemi, o Diretor Relator destacou como agravantes, a determinar a aplicação da pena de multa máxima, as seguintes: *"(i) a informação era extremamente relevante, (ii) o Indiciado divulgou comunicado ao mercado omitindo a existência do Segundo Empréstimo, induzindo o mercado a acreditar que havia apenas o Primeiro Empréstimo, (iii) houve forte reação do mercado e dos analistas de valores mobiliários quando tomaram conhecimento da existência do Primeiro Empréstimo, o que era suficiente para demonstrar a relevância do Segundo Empréstimo, e, mesmo assim, o Indiciado omitiu a existência do Segundo Empréstimo, e (iv) não há qualquer justificativa legítima para a omissão da divulgação dos Empréstimos, especialmente com relação ao Segundo Empréstimo."*

39. Comparando essas agravantes destacadas pelo Diretor Pedro Marcilio no caso Caemi com a relevância da negociação de Usiminas para a Vale, pode-se concluir que o negócio, neste caso, era menos relevante, não tendo, além disso, havido comunicado ao mercado que induzisse o investidor a erro (na verdade o mercado trabalhou com uma informação incompleta, dada pela imprensa), nem tampouco forte reação do mercado quando da divulgação do fato.

40. A principal distinção, entretanto, entre este caso e o caso Caemi, diz respeito, em minha opinião, ao fato de que, no caso Caemi, tratava-se de operação entre partes relacionadas, cuja divulgação não poderia causar nenhum dano, ou problema, para a Caemi. Já no caso da negociação dos demais sócios da Usiminas com a Vale, diversos terceiros estavam envolvidos, e havia um dever perante esses terceiros de manter sigilo das negociações. Se é verdade que esse dever não afasta o dever de divulgação decorrente da lei, quando a informação foge ao controle, deve se reconhecer que constitui um constrangimento em favor da manutenção da informação em sigilo, o que atenua a conduta do DRI.

41. Assim, considerando: (i) que a tendência do Colegiado tem sido a de imputar multa, e não advertência, a condutas de diretores de relação com investidores que não divulgam informações relevantes (quatro casos nos seis últimos julgados), em uma evidente percepção de que tal conduta é por si só muito grave para autorizar a imposição da pena mínima, mesmo quando o agente for primário; (ii) que a Vale é uma das mais importantes companhias do mercado de capitais brasileiro, e que qualquer falha de informação tem potencial para gerar um dano de proporções relevantes, em termos de número de investidores atingidos e valores envolvidos; (iii) que são atenuantes, no caso da negociação da Usiminas, o fato de que o negócio jurídico ainda não estava concluído, e de que envolvia terceiros, havendo dever de manter sigilo, em relação a estes; e (iv) que apesar de se tratar de negócio de montante relevante, ele não era tão relevante para a Vale quanto eram os negócios nos outros dois casos para as duas companhias em que foram impostas multas maiores do que a proposta pelo Relator, voto por acompanhar o Relator tanto na imposição de multa, quanto no seu valor, de R\$ 100 mil (20% da pena de multa máxima).

Declaração de Voto

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

01. No mercado de valores mobiliários, o dever de informar dos administradores é um dever de ser leal com seus acionistas e com o mercado, pois é a partir das informações por eles prestadas que se pode definir o valor das ações (ou de outros valores mobiliários) da companhia. Informações completas e atuais são a base do mercado de valores mobiliários e são essenciais para o funcionamento adequado do mecanismo de preços, que é da essência de qualquer mercado.
02. A divulgação compulsória de informações pelos administradores de companhias abertas, além de permitir o adequado funcionamento do mecanismo de preços, auxilia uma melhor governança das companhias, na medida que a "repreensão" que os administradores podem vir a sofrer por parte de seus acionistas, de analistas ou, no caso brasileiro, do regulador, ajuda a impedir a tomada de decisões consideradas impróprias.
03. Conforme decidido no PAS 2006/4776, julgado em 17.01.07, que tratou dos mesmos empréstimos da Caemi para a CVRD, não há dúvida que as informações a eles relativas eram incompletas ou desatualizadas.
04. A discussão que tem sido travada neste processo, entretanto, tanto pela defesa, quanto pelo voto do relator é se as informações seriam relevantes para a CVRD. Esse foco da discussão é guiado, de certa forma, pela acusação. A acusação centra-se na figura do diretor de relações com investidores. Ela parece ter sido inspirada, principalmente, nos precedentes relativos ao descumprimento da Instrução 202/93, em que o Colegiado já deixou claro que a responsabilidade de prestar informações periódicas é do diretor de relações com investidores isoladamente. Os precedentes relacionados à Instrução 358/01 também têm se centrado na figura do diretor de relações com investidores.
05. A disciplina dos fatos relevantes, entretanto, é distinta. O art. 157, § 4º, da Lei 6.404/76 estabelece que a obrigação pela divulgação dos fatos relevantes é dos administradores, sem restringir a responsabilidade ao diretor de relações com investidores. Adicionalmente, o art. 3º, §2º, da Instrução 358/01 estabelece, claramente, que, caso os administradores constatem a omissão do diretor de relações com investidores, eles deverão informar à CVM¹. Parece-me, portanto, que em casos futuros, a abordagem acusatória poderá ser diferente, de modo a incluir os demais administradores que participaram da operação ou que dela tomaram conhecimento.
06. No caso concreto, é incontroverso que:
- (i) o indiciado era, à época dos fatos, administrador da Caemi (conselheiro de administração);
 - (ii) o indiciado tinha conhecimento dos empréstimos (aprovou sua concessão como conselheiro de administração da Caemi e a sua tomada, como diretor financeiro e de relações com investidores da CVRD); e
 - (iii) o indiciado omitiu-se na divulgação das informações sobre os empréstimos².
07. Isso, entretanto, não permite a condenação do indiciado, uma vez que o Termo de Acusação, como já dito, volta-se à relevância da informação para a CVRD e não para a Caemi, o que fez com que a defesa do indiciado não explorasse a importância da informação para a Caemi. Esse problema poderia ser sanado com a recapitulação da infração, conforme previsto na Deliberação 457/02, conforme alterada. Ocorre que, no caso concreto, os fatos já foram analisados e já houve um julgamento em que se condenou o diretor de relações com investidores da Caemi. Um novo processo, sobre os mesmos fatos, que analisasse a relevância dos empréstimos para a Caemi, pelos mesmos julgadores – apenas o relator não participou do primeiro julgamento – parece violar o direito constitucional do indiciado ao devido processo legal substancial. Por esse motivo, acompanho a conclusão do relator quando à primeira imputação, por entender que, olhando isoladamente a situação da CVRD, não é certo que tais empréstimos eram relevantes.
08. Com relação ao fato relevante sobre a alienação da participação da CVRD na Usiminas, gostaria, em primeiro lugar, de ressaltar que nada há de ilegal em dar informação relevante e confidencial para agência classificadora de risco, mesmo que a companhia esteja mantendo a informação confidencial com base no permissivo do art. 6º da Instrução 358/01, desde que exista contrato de confidencialidade e a companhia tome as medidas para controlar o uso da informação.

09. Noto, entretanto, que, caso a informação fuja ao controle, e passe a se dispersar no mercado em razão de rumores ou de declarações de pessoas com conhecimento do fato (mesmo que essa pessoa seja representante da agência classificadora de risco), é dever do diretor de relações com o mercado, nos termos do art. 6º, § único, divulgar a informação mantida confidencial.

10. O que disse no parágrafo anterior é muito importante, pois pouco importa se a fonte é conhecida ou fidedigna ou mesmo se a informação não vem da fonte à qual é imputada a divulgação da informação, o que importa é que "a informação escap[er] ao controle", para usar as palavras do art. 6º, § único, da Instrução 358/01.

11. Por isso, não se faz necessário analisar se a representante da agência de *rating* teria ou não realmente afirmado que a CVRD, entre os ativos não estratégicos a serem alienados pela CVRD para reduzir seu endividamento estava a participação na Usiminas. O que importa, realmente, é que a informação mantida confidencial teria escapado ao controle da CVRD, que a mantinha confidencial não por não reconhecer sua relevância³, mas porque fazia uso do permissivo do art. 6º da Instrução 358/01. Como disse no parágrafo anterior, após a reportagem dando conta da operação, esse permissivo não mais era aplicável, uma vez que a informação já tinha escapado ao controle.

12. Sobre a operação com as ações da Usiminas, acho importante discutir o argumento da defesa sobre a diferença entre alienação e negociação e a caracterização desta última como relevante. Aqui, limitar-me-ei a transcrever trecho da decisão no PAS 2006/5928, julgado em 17.04.07, que foi seguido pelos demais membros do Colegiado, que apresenta meu ponto de vista sobre o assunto:

"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 contraditória. 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 decisões tomadas em sentido similar: (i) Processo Administrativo Sancionador 04/04, julgado em 24.01.07, em que foi relator a Diretora Maria Helena Santana (ii) Processo Administrativo Sancionador 2006/4776, julgado em 17.01.07, em que fui relator; (iii) Processo Administrativo Sancionador 2004/6238, julgado em 05.10.05, em que foi relator o Presidente Marcelo Fernandez Trindade; (vi) Processo Administrativo Sancionador 16/00, julgado em 05.12.02, em que foi relator o Diretor Wladimir Castelo Branco; e (vii) Processo Administrativo Sancionador 22/99, julgado em 16.08.01, em que foi relator o Presidente Marcelo Fernandez Trindade, 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 anos, 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 alterações. 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 358/01.

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 negociado. 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". (...)

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".

13. Outro argumento utilizado na defesa, é que "todo mundo já sabia" que a CVRD pretendia sair da Usiminas. Creio aqui que o "relevante", o novo não era essa intenção remota e sabida, que sofreu revezes de tempos em tempos ou que deixou de progredir em alguns momentos. O que era relevante e o que tinha escapado ao controle era a alta probabilidade de ocorrência e as negociações efetivas que estavam em curso e a intenção da administração da CVRD de realizar o negócio. Essas eram as informações que o diretor de relações com investidores indiciado conhecia e que não estava divulgada (o que significa dizer, não estava confirmada pela CVRD). O que era relevante era que o negócio estava, concretamente, para acontecer e não estava mais na fase da mera especulação. O que o mercado não sabia é que as negociações efetivas existiam e poderiam ser concluídas a qualquer momento, como efetivamente foram. Isso não estava divulgado, isso ninguém "de fora" sabia.

14. Essa não divulgação parece-me mais grave quando se tem em conta a posição dos envolvidos na operação: controladores e dois únicos detentores de um bloco relevante de ações ordinárias da Usiminas. Não havia competidores. Por isso, a divulgação ao mercado da intenção de alienar em oferta pública parte da participação na Usiminas não prejudicaria a CVRD. Nem mesmo no que se refere ao art. 48 da Instrução 400/03, que permite as informações que também são fato relevante sejam divulgadas durante o "quiet period". Além disso, a oferta seria, por força do processo de registro, necessariamente tornada pública antes de sua conclusão. A divulgação das informações em questão, portanto, não poderia ter prejudicado interesse legítimo da CVRD.

15. Além disso, o defendente não trouxe a informação correta e completa quando indagado expressamente pela CVM. Disse, ao final do dia 27.0.06, apenas 10 dias antes do fato relevante (06.11.06) que:

"relativamente à matéria jornalística sobre a alienação dos ativos não estratégicos da Companhia, envolvendo as participações em siderúrgicas da CVRD, informamos que não há qualquer informação no momento que justifique a divulgação de fato relevante nos termos da legislação pertinente, e que a Companhia, no curso normal dos seus negócios, está sempre avaliando a necessidade de rever o seu plano estratégico quanto à realização de investimentos ou desinvestimentos, quando for o caso" (grifos inexistentes no original, fls. 189).

16. Pelo que foi por ele mesmo divulgado 10 dias depois, havia algo relevante sim. Havia algo concreto. A notícia não era temerária, como afirmou na sua defesa, era real (mesmo que a fonte fosse outra ou que o jornalista tivesse interpretado erroneamente o anúncio da agência classificadora de risco). A negociação existia e consistia, por si só, em fato relevante.

17. Isto posto, é de se reconhecer a violação legal. Com relação à fixação da pena, creio que, realmente, como entendeu o relator, as informações não eram de extremada relevância para a CVRD em termos quantitativos, o que deve ser levado em consideração na fixação da pena, como atenuante. Entretanto, a conduta posterior do indiciado, que preferiu dar uma resposta evasiva a informar o que realmente estava ocorrendo, vai em sentido contrário.

18. Quanto à alegação de que teria havido boa-fé, pois o resultado final buscado pelo defendente não seria o de prejudicar os acionistas da CVRD, ressalto que, em nenhum momento nesse voto, pretendeu-se dizer o contrário. O que se quer deixar claro, entretanto, é que houve dolo específico por parte do defendente, pois houve intenção de não divulgar o fato relevante, não tendo ocorrido a correção dessa violação nas oportunidades que teve, conforme descrito no parágrafo anterior (o dolo nesse caso independe da intenção de prejudicar os acionistas).

19. Como disse, a boa-fé alegada seria, então, não com relação à violação do dispositivo, mas ao resultado final, ao impingir prejuízo ao acionista. Essa boa-fé, não discutida nesse voto, não atinge a conduta, nem é atenuante. A sua ausência, entretanto, poderia ser considerada agravante, já que teria havido não só quebra do dever de informar, mas, também, quebra do dever de ser leal.

20. Também não considero como atenuante a divulgação do fato relevante, quando concluída a negociação sobre a alienação da participação na Usiminas, pois o que se discute é, justamente, a obrigação de divulgar negociação em andamento e não concluída.

21. A combinação desses atenuantes e agravantes, leva-me a concordar com a multa proposta pelo relator, no valor de R\$ 100.000,00.

22. Por fim, com relação à caracterização, mesmo que em tese, de certos atos produzidos no processo e na *conference call*, como tipo penal, creio que esse juízo deve ser originalmente feito pela Procuradoria Federal Especializada – CVM ("PFE"), conforme dispões o art. 9º, §1º, da Lei Complementar 105/01, e, por isso, concordo com o envio desse processo à PFE, para que opine, sem que, entretanto, isso signifique qualquer juízo de valor com relação ao tipo de deveria caracterizar ou mesmo se os fatos, mesmo que em tese, caracterizem qualquer tipo.

É o voto.

Rio de Janeiro, 04 de julho de 2007.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor

1 Aqui, parece-me, a CVM pretendeu "fazer funcionar" seu sistema de divulgação de fato relevante, que exige uma senha que é conferida apenas ao diretor de relações com investidores. Assim, a regra do art. 3º, §2º permite que os administradores cumpram sua função legal, sem, entretanto, alterar o sistema de divulgação da CVM.

2 A omissão da existência do segundo empréstimo, durante o conference call para o mercado, quando o primeiro empréstimo foi amplamente discutido indica, inclusive, que houve decisão consciente de não divulgar a informação.

3 Tanto reconhecia que publicou fato relevante quando formalizou o processo.

Voto proferido pela Diretora Maria Helena de Santana na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/1079 realizada no dia 10 de julho de 2007.

Eu acompanho o voto do relator, senhor presidente.

Maria Helena de Santana

Diretora