

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR
CVM nº RJ2013/4369

Acusados: Eugênio Emílio Staub Filho
HAG Participações S.A.

Ementa: Suposta inobservância de prazo para apresentação de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações ("OPA"). Absoluções.

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 **absolver a HAG Participações S.A.** e o seu diretor, **Eugênio Emílio Staub Filho**, da imputação de responsabilidade pela não observação do prazo previsto para apresentação de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações da IGB ("OPA").

A CVM interporá recurso de ofício das decisões absolutórias ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Presente a Procuradora-federal Cristiane Iwakura, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Luciana Dias, Relatora, Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 27 de janeiro de 2015.

Luciana Dias
Diretora-Relatora

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente da Sessão de Julgamento

**PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES CVM números RJ2013/509 e
RJ2013/4369**

Acusados: Eugênio Emílio Staub
Eugênio Emílio Staub Filho
HAG Participações S.A.

Assunto: Apurar a responsabilidade de Eugênio Emílio Staub por infração ao parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM nº 358, de 2002, c/c o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, e a responsabilidade de Eugênio Emílio Staub Filho e da HAG Participações S.A. por infração ao art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002.

Relatora: Diretora Luciana Dias

RELATÓRIO

I. Objeto

1. O presente relatório tem como objeto dois processos administrativos sancionadores relacionados à apuração de infrações, pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") e pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE"), no âmbito da reestruturação societária anunciada pela IGB Eletrônica S.A. ("IGB" ou "Companhia").

2. O primeiro deles corresponde ao Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/0509, no qual se discute a responsabilidade de Eugênio Emílio Staub ("Eugênio Staub"), na qualidade de diretor de relações com investidores da IGB ("DRI"), pela não divulgação de fato relevante a respeito do descumprimento do cronograma anunciado pela Companhia em 5.3.2012 para a execução da reestruturação societária.

3. O segundo processo corresponde ao Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/4369, no qual se discute a responsabilidade da HAG Participações S.A. ("HAG") e de seu diretor Eugênio Emílio Staub Filho ("Eugênio Filho") pela não observação do prazo previsto no art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002¹, para a apresentação de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações da IGB ("OPA") após fato relevante divulgado pela Companhia no âmbito da reestruturação societária acima mencionada.

II. Fatos

4. Os dois processos ora relatados versam sobre a mesma operação de reestruturação societária envolvendo a IGB e a HAG e sobre condutas verificadas por administradores dessas companhias em relação ao anúncio e à implementação dessa operação. Por isso, a sucessão de fatos descritos abaixo auxiliará na compreensão de ambos os processos.

5. Conforme fatos relevantes divulgados em 9.12.2009, 25.5.2010 e 26.4.2011, a IGB desenvolveu um amplo programa de reestruturação com o objetivo de reinserir a marca "Gradiente" no mercado brasileiro de eletrônica de consumo. No âmbito desse programa, as seguintes etapas foram observadas: (i) equacionamento de débitos fiscais; (ii) renegociação com credores comerciais e financeiros, o que culminou na obtenção, em 24.5.2010, da homologação judicial de seu plano de recuperação para o pagamento da totalidade de sua dívida; e (iii) arrendamento dos ativos da IGB para a Companhia Brasileira de Tecnologia Digital S.A. ("CBTD"), a qual seria responsável por captar recursos por meio da emissão privada de debêntures conversíveis em ações e, com base em tais recursos e dentro do seu plano de negócios, utilizar a marca "Gradiente".

6. No contrato de arrendamento celebrado entre IGB e CBTD, esta última também adquiriu a opção de comprar os ativos da primeira a valor de mercado. Todos os recursos recebidos pela IGB em razão desse contrato seriam utilizados para o pagamento de credores nos termos do plano de recuperação extrajudicial da Companhia.

7. No âmbito do plano de capitalização da CBTD, as debêntures emitidas privadamente por essa companhia poderiam ser convertidas em ações representativas de 60% do seu capital social e, mesmo antes de sua conversão, assegurariam a seus titulares direito sobre 60% dos lucros dessa sociedade.

8. O restante das ações de emissão da CBTD deveria ser detido pelos acionistas da IGB por meio de um veículo: a HAG. Conforme fato relevante da Companhia, datado de

26.4.2011, pretendia-se assegurar aos acionistas da IGB a oportunidade de participar no capital social da HAG de acordo com a proporção detida no capital da própria IGB.

9. Em 3.1.2012, a IGB divulgou novo fato relevante no qual informou que, para viabilizar a aquisição de participação na HAG pelos acionistas da IGB, seriam adotadas as seguintes medidas:

- i) por meio de uma operação de aumento de capital, os acionistas controladores da IGB transfeririam ao patrimônio da HAG todas as ações de emissão da Companhia de sua titularidade, de modo que a IGB passasse a ser controlada diretamente pela HAG;
- ii) no 1º trimestre de 2012, seria encaminhado à CVM pedido de registro de companhia aberta da HAG, bem como seriam tomadas providências para a sua listagem no Novo Mercado da BM&FBOVESPA;
- iii) em seguida, seria apresentado, pela HAG à CVM, pedido de registro de OPA dirigida a todos os acionistas da IGB e destinada (a) à permuta de ações da IGB por ações da HAG; e (b) ao cancelamento do registro de companhia aberta da IGB;
- iv) dessa forma, se a OPA fosse bem sucedida, os acionistas da IGB que a tivessem aceitado deteriam participação direta na HAG e participação indireta na IGB e na CBTD; e
- v) no âmbito da OPA, cada ação de emissão da IGB seria permutada por 10 ações de emissão da HAG e, tanto no âmbito do aumento de capital subscrito pelos controladores quanto no âmbito da OPA, a emissão de ações por parte da HAG ensejaria a cobrança, em favor da emissora, de R\$0,025 por ação emitida.

10. No mesmo fato relevante, a IGB informou ao mercado que tais procedimentos dependiam de registro na CVM e que não seria possível precisar prazo para a sua conclusão, mas, que a Companhia pretendia encerrar a referida OPA ainda no primeiro semestre de 2012 e que divulgaria oportunamente novas informações. A Companhia ressaltou ainda que os laudos de avaliação necessários para a operação já estavam sendo elaborados.

11. No dia 5.3.2012, a IGB divulgou comunicado ao mercado contendo as seguintes informações:

- i) os laudos de avaliação da IGB e da HAG mencionados no fato relevante de 3.1.2012, destinados a estabelecer a relação de troca entre ações das duas companhias para fins da OPA e do aumento de capital da HAG, ainda se encontravam em fase de elaboração, com conclusão prevista para o fim do mês de março de 2012;
- ii) tão logo os laudos de avaliação fossem apresentados, a HAG realizaria uma assembleia geral para deliberar sobre o seu aumento de capital e sobre a apresentação de pedido de registro de companhia aberta;
- iii) a estimativa da Companhia era a de que esses passos fossem concluídos na semana de 9.4.2012;

iv) de acordo com estimativa da Companhia e considerando a realização da assembleia geral acima mencionada, HAG e IGB apresentariam à CVM na semana de 16.4.2012 o pedido de registro da OPA de permuta e cancelamento de registro da IGB; e

v) considerando os prazos legais e providências necessárias, estimava-se que: (a) o registro da HAG como companhia aberta poderia ser obtido na segunda quinzena de maio de 2012; (b) o registro da OPA seria obtido na segunda quinzena de junho ou na primeira semana de julho de 2012; e (c) o resultado da OPA poderia ser divulgado na semana de 27.8.2012.

12. Em 9.5.2012, mais um fato relevante foi divulgado pela IGB para informar que, naquela data, havia sido realizada assembleia geral da HAG para aprovar o aumento de capital, no qual ações teriam sido subscritas pelos acionistas controladores da IGB e integralizadas com a totalidade das ações de emissão da IGB de que eles eram titulares. Além disso, o mesmo fato relevante reafirmou que seriam adotados os demais passos da operação previamente anunciada pela IGB e mencionou expressamente que a HAG procederia ao pedido de registro de OPA dirigida aos acionistas minoritários da IGB.

13. Entre os dias 4 e 5.9.2012, acionistas minoritários da IGB endereçaram oito reclamações à CVM a respeito do descumprimento dos prazos previamente comunicados pela Companhia, em especial, para a implementação da OPA e a respeito da não divulgação de novas informações sobre o assunto.

III. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/0509

14. No dia 20.9.2012, por meio do Ofício/CVM/SEP/GEA-3/Nº1463/12 (fl. 44), foi solicitada a manifestação de Eugênio Staub, DRI da IGB, acerca da reclamação protocolada pelo investidor E.C.O. (fl. 7), que versava sobre a não realização das demais etapas da reestruturação societária nos prazos previstos no comunicado ao mercado de 5.3.2012, aliada à falta de informações sobre o futuro das operações.

15. Em resposta (fl. 46), Eugênio Staub informou que: (i) os prazos programados para a apresentação do pedido de registro da HAG como companhia aberta e do pedido de registro da OPA pareciam realistas quando foram divulgados; (ii) no entanto, a preparação da documentação e demais providências para essas medidas tomaram mais tempo do que o imaginado; (iii) o conteúdo dos comunicados previamente divulgados ao mercado seria inteiramente cumprido; e (iv) as novas previsões eram de que o pedido de registro de companhia aberta da HAG seria protocolado até o dia 15.10.2012 e o pedido de registro da OPA até o dia 22.10.2012.

a. Termo de Acusação

16. Com base nos fatos acima narrados, a SEP apresentou Termo de Acusação (fls. 71-79) no qual indicou que:

i) o atraso na implementação de um projeto configura uma das hipóteses expressamente previstas na Instrução CVM nº 358, de 2002, como fato potencialmente relevante²;

ii) ainda que os eventos divulgados em 5.3.2012 fossem verificados

posteriormente, a omissão da Companhia em informar a significativa mudança no cronograma da operação teria causado um prejuízo informacional aos seus acionistas e ao mercado em geral;

iii) foi verificada oscilação atípica na cotação das ações emitidas pela IGB na segunda quinzena de maio, período em que o comunicado ao mercado de 5.3.2012 previa a obtenção do registro de companhia aberta da HAG;

iv) para confirmar essa oscilação atípica, foi utilizada a metodologia de estudo de eventos³;

v) em um período arbitrado em 150 dias e em comparação com um modelo de mercado (no caso, o IBOVESPA), a metodologia acima indicada apontou para oscilação atípica somente no período em que o mercado aguardava o registro da HAG como companhia aberta (segunda quinzena de maio), fato este que acabou não ocorrendo;

vi) diante dessa oscilação, o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976⁴, e o art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358, de 2002⁵, tornariam obrigatória a divulgação de fato relevante ainda não comunicado ao mercado, o que, no caso, corresponderia à divulgação de esclarecimentos sobre o atraso para o cumprimento do cronograma previamente anunciado pela Companhia;

vii) essa obrigação não seria afastada pelas alegações de Eugênio Staub com relação aos motivos que ensejaram o atraso no cronograma e ao fato de que os passos pendentes da operação seriam observados; e

viii) o pedido de registro da HAG como companhia aberta foi apresentado somente em 16.10.2012.

17. Frente a essas constatações, a SEP apresentou acusação em face de Eugênio Staub, na qualidade de DRI da Companhia desde 10.5.2012, por, diante da oscilação atípica das ações de emissão da Companhia verificada durante a segunda quinzena de maio de 2012, não ter publicado fato relevante relativo ao não cumprimento do cronograma divulgado pela IGB em 5.3.2012. Na visão da SEP, Eugênio Staub teria violado o parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM nº 358, de 2002, e o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976.

b. Manifestação da PFE

18. Ao analisar o Termo de Acusação apresentado pela SEP, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM ("PFE") entendeu terem sido cumpridos todos os requisitos previstos no art. 6º da Deliberação CVM nº 538, de 2008⁶, mas considerou que as manifestações prévias de Eugênio Staub não atenderiam ao disposto no art. 11 da mesma deliberação (fls. 81-83)⁷.

19. No entanto, retomando precedentes do Colegiado da CVM⁸, a SEP ressaltou que a manifestação exigida por tal dispositivo contribuiria somente para a formação da convicção da área técnica quanto aos indícios de autoria e materialidade das infrações analisadas, o que, no presente processo, não se mostraria necessário (fls. 85-87).

c. Defesa

20. O acusado Eugênio Staub não apresentou defesa.

IV. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/4369

21. Por meio do Ofício/CVM/SRE/GER-1/Nº291/2012 de 3.10.2012 (fls. 23/24), a SRE solicitou manifestação de Eugênio Staub, na condição de DRI da IGB, quanto (i) à realização da OPA anunciada no fato relevante de 3.1.2012 e no comunicado ao mercado de 5.3.2012, visto que até então não havia sido protocolado o respectivo pedido de registro; e (ii) ao descumprimento do art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002.

22. Em resposta (fl. 25), Eugênio Staub apresentou exatamente as mesmas informações prestadas à SEP e relatadas no parágrafo 15 acima.

23. Em 21.11.2012, considerando que ainda não havia sido apresentado pedido de registro da OPA dirigida aos acionistas da IGB, a SRE enviou o Ofício/CVM/SRE/Nº 649/2012 (fls. 31/32) a Eugênio Filho e à HAG, solicitando: (i) a sua manifestação acerca da não apresentação do referido pedido e do não cumprimento do art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002; e (ii) a qualificação completa do diretor da HAG responsável pela operação.

24. Em resposta (fls. 34/35), a HAG ressaltou o contexto de reestruturação da IGB e o projeto de reinserção da marca "Gradiente" no mercado e indicou que: (i) *"as dificuldades naturais decorrentes do próprio processo de saneamento e reestruturação de IGB, além dos contratempus e desafios razoáveis de se esperar em razão dele, levaram à não observância do prazo a que se refere o artigo 9º, da Instrução CVM nº 361/02"* (fl. 34); (ii) a HAG ainda estava comprometida a apresentar a OPA anunciada; (iv) a HAG e a IGB pretendiam manter o mercado informado acerca do processo de reestruturação em curso; e (v) o diretor da HAG responsável pela OPA seria Eugênio Filho.

a. Termo de Acusação

25. Com base nos fatos narrados na Seção II acima, a SRE apresentou Termo de Acusação (fls. 1-9), no qual destacou que:

i) depois de ter anunciado todas as etapas da operação em 3.1.2012, a IGB publicou novo fato relevante em 9.5.2012, indicando que já teria ocorrido a transferência das ações detidas por seus controladores ao patrimônio da HAG;

ii) considerando que essa transferência seria uma etapa anterior à realização de OPA pela HAG dirigida a todos os acionistas da IGB, o fato relevante de 9.5.2012 teria criado nestes acionistas legítima expectativa quanto à realização da OPA;

iii) nesse fato relevante de 9.5.2012, a IGB teria afirmado que a HAG protocolaria junto à CVM o pedido de registro da OPA, de modo que, a partir dessa data, teria começado a contagem do prazo do art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002;

iv) até o dia 11.4.2013, data em que foi concluído o Termo de Acusação, a HAG não havia apresentado o pedido de registro da OPA à CVM, com o conseqüente descumprimento do art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002;

v) o descumprimento do dispositivo acima mencionado configuraria infração grave, como mencionado no art. 36 da mesma instrução⁹;

vi) em manifestação previamente encaminhada à SRE, a HAG teria reconhecido que houve descumprimento do prazo previsto no art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002;

vii) o referido descumprimento deveria ser imputado primeiramente à HAG que, nos termos dos documentos divulgados pela IGB e do art. 3º da Instrução CVM nº 361, de 2002¹⁰, tornou-se controladora da IGB e poderia ser considerada como a ofertante para fins da OPA de permuta e de cancelamento de registro da IGB;

viii) também deveria ser responsabilizado o diretor da HAG, Eugênio Filho, por omissão em relação às providências para que fosse apresentado pela HAG o pedido e registro da OPA no prazo previsto no art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002; e

ix) essa responsabilização seria cabível tendo em vista que: (a) as sociedades só atuam por intermédio de seus órgãos competentes (no caso, a diretoria); (b) o art. 20 do estatuto social da HAG atribuiria à diretoria a representação da sociedade; (c) Eugênio Filho teria sido indicado pela HAG como responsável pela OPA em resposta a ofício encaminhado pela SRE; e (d) precedentes do Colegiado amparariam a responsabilização de diretores por condutas atribuídas primeiramente às sociedades nas quais atuam¹¹.

26. Em virtude das questões acima relatadas, a SRE apresentou acusação em fase da HAG e de Eugênio Filho pela não apresentação do pedido de registro da OPA no prazo regulamentar, em violação ao art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002.

b. Manifestação da PFE

27. Ao analisar as imputações feitas à HAG no Termo de Acusação elaborado pela SRE, a PFE concluiu que teriam sido cumpridos todos os requisitos previstos nos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538, de 2008 (fls. 69-71).

28. No entanto, a PFE indicou que a imputação de responsabilidade ao diretor Eugênio Filho não encontraria respaldo nem na legislação nem no estatuto social da HAG, motivo pelo qual sugeriu a sua supressão da peça acusatória. Para embasar essa posição, a PFE explicou que:

i) a realização de uma OPA seria um procedimento complexo e exigiria a participação de vários órgãos de uma sociedade, de modo que a simples indicação de um responsável pela HAG não levaria à conclusão automática de sua responsabilização individual e dissociada da pessoa jurídica;

ii) não haveria prova nos autos apta a demonstrar de maneira inequívoca a contribuição direta de Eugênio Filho, por ação ou omissão, para a não realização da OPA; e

iii) os precedentes utilizados pela SRE para embasar a responsabilização

individual de Eugênio Filho não seriam aplicáveis ao caso analisado, já que abordariam situações em que a própria regulamentação atribuiu a diretores específicos a responsabilidade pelo seu cumprimento.

29. A SRE, por sua vez, manteve a imputação de responsabilidade a Eugênio Filho (fls. 73-76), destacando os seguintes motivos:

i) *“justamente pelo fato de as operações societárias em geral consistirem em atos complexos, a responsabilidade pela sua correta execução, em cumprimento aos ditames regulamentares, deve recair sobre um ou mais dirigentes da companhia”,* ainda mais tendo em vista que *“são estes agentes que têm competência e autoridade para determinar que se realizem os atos necessários, bem como para fiscalizar a sua regular execução”* (fl. 74);

ii) pelo fato de a conduta do diretor da HAG ser omissiva, somente pode ser demonstrada a *contrário sensu* e, considerando que não foi acostada aos autos qualquer prova que demonstre a sua diligência para fazer com que a OPA fosse realizada dentro do prazo regulamentar, restaria caracterizada a sua responsabilidade;

iii) ao contrário do que foi afirmado pela PFE, a regra cuja violação foi analisada no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/6924 não previa a responsabilização de nenhum administrador específico, e, mesmo assim, o diretor de mercado de capitais da instituição líder da oferta foi responsabilizado;

iv) ainda que a identificação de um diretor responsável pelo seu cumprimento esteja presente em grande parte das instruções editadas pela CVM, isso não significa que a responsabilização dos administradores não seja possível quando não previsto em determinada instrução;

v) a identificação do diretor responsável pela operação investigada, seja por meio de resposta a um ofício da área técnica, seja por força de uma instrução, serviria para evitar que a responsabilidade pela infração fosse atribuída unicamente à pessoa jurídica;

vi) responsabilizar exclusivamente a pessoa jurídica levaria à diluição da pena entre todos os acionistas das companhias condenadas e à penalização de todos os seus acionistas minoritários, o que levaria a SRE a manifestar preferência pela responsabilização das pessoas físicas que efetivamente conduziram os atos investigados;

vii) a indicação de Eugênio Filho como diretor responsável pela operação, em resposta ao Ofício/CVM/SRE/Nº 649/2012, teria suprido a ausência de previsões na Instrução CVM nº 361, de 2002, que seguissem tal linha; e

viii) no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13740, a SRE também teria proposto a responsabilização de um diretor por infração a dispositivos da Instrução CVM nº 361/2002, sem que a PFE se manifestasse em contrário.

c. Defesas

30. Em 23.8.2013, os acusados HAG e Eugênio Filho apresentaram suas defesas (fls. 99-106), tendo alegado que:

- i) a realização da OPA de permuta cumulada com OPA para cancelamento de registro da IGB, como previamente anunciada pela IGB, dependeria do prévio registro da HAG como companhia aberta;
- ii) no entanto, a HAG teria enfrentado uma série de dificuldades para a apresentação de todos os documentos necessários ao deferimento, pela CVM, do seu registro como companhia aberta; assim, apesar de ter protocolado tal pedido em 16.10.2012, o prazo para cumprimento das últimas exigências feitas pela CVM se encerraria somente em 30.8.2013;
- iii) essas dificuldades estariam relacionadas também ao contexto de todo o processo de saneamento e reestruturação da IGB;
- iv) além dessas dificuldades, também teria ocorrido um atraso para a conclusão dos laudos de avaliação necessários para suportar a OPA;
- v) assim, o atraso na realização da OPA anunciada seria um caso de força maior, posto que não haveria nem intenção nem culpa da HAG em postergá-la;
- vi) a HAG não teria deixado de prestar informações à CVM ou aos seus acionistas e teria agido sempre com boa fé;
- vii) apesar de não ter sido possível observar o disposto no art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002, a HAG aguardaria o deferimento de seu pedido de registro como companhia aberta e ainda estaria comprometida em realizar a OPA anunciada;
- viii) todas as informações divulgadas a respeito da OPA teriam sido veiculadas pela IGB, e não pela HAG; e
- ix) não haveria negligência ou omissão por parte de Eugênio Filho.

31. Com base nos argumentos acima apresentados, os acusados solicitaram que seja declarada a improcedência da acusação.

Rio de Janeiro, 27 de janeiro de 2015.

Luciana Dias
DIRETORA

¹ Art. 9º Quando se tratar de OPA sujeita a registro, o pedido será protocolado na CVM pelo ofertante, através da instituição intermediária, no prazo máximo de 30 (trinta) dias, a contar da data de publicação do aviso de fato relevante ou da deliberação que der notícia da realização da OPA, com observância dos elementos mínimos que possibilitem a sua compreensão e exame, obedecendo aos requisitos descritos no Anexo I a esta Instrução.

§1º A concessão do registro da OPA pela CVM ficará condicionada à obtenção de seu registro perante a bolsa de valores ou à entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão.

§2º O pedido de registro será apreciado pela CVM dentro do prazo de 30 (trinta) dias, contados da data do protocolo do pedido na CVM, presumindo-se deferido se não houver manifestação da CVM naquele prazo, sem prejuízo do disposto no art. 11.

§3º A fluência do prazo a que se refere o parágrafo anterior será interrompida quando a CVM formular exigências ao ofertante, o que poderá fazer por uma única vez, salvo quando se referirem a fatos, informações ou documentos novos.

§4º Para o cumprimento de eventuais exigências, será concedido prazo não superior a 60 dias, a critério da CVM, de acordo com a complexidade das exigências, contado o prazo do recebimento do ofício de exigências pelo representante indicado pelo ofertante, indeferindo-se o pedido caso as exigências não sejam satisfeitas no prazo, e aplicando-se a regra do § 2º deste artigo à análise pela CVM do cumprimento das exigências.

§5º O documento de cumprimento de exigências formuladas pela CVM será apresentado ao protocolo da CVM em duas versões, sendo a primeira, com as modificações voluntárias e correções determinadas pela CVM devidamente destacadas, e a segunda, sem quaisquer marcas.

§6º A CVM poderá, mediante ofício fundamentado, restituir ao requerente o pedido de registro e os documentos que o instruíram sem formulação de exigências, se verificar que apresentam irregularidade ou ilegalidade insanável, ou que o requerimento não está instruído com os documentos necessários.

§7º Em qualquer hipótese de indeferimento do pedido de registro, os documentos que o instruíram poderão ser retirados pelo ofertante, a partir do trigésimo dia, posterior à comunicação do indeferimento, e por um prazo de 90 dias, após o qual a CVM poderá destruí-los, salvo se pender recurso do interessado.

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

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

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

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

Parágrafo único. Observada a definição do **caput**, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: (...)

XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;

³ Com base nessa metodologia, é verificado eventual retorno anormal na ação de uma determinada companhia. Para a análise dos resultados, observa-se a diferença entre o retorno observado da ação e o retorno estimado, sendo que este último é calculado com base em regressões cuja variável era o

retorno dado por um modelo de mercado (no caso, o IBOVESPA). Quanto maior essa diferença, maior é a probabilidade de o retorno da ação analisada ser considerado anormal.

⁴ 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 da administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

⁵ 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.

⁶ Art. 6º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar:

I – nome e qualificação dos acusados;

II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas;

III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas;

IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; e

V – proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso.

⁷ Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.

Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no **caput** sempre que o acusado:

I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou

II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.

⁸ Processo CVM nº RJ2006/8572, Dir. Rel. Otavio Yazbek, julgado em 16.3.2010.

⁹ Art. 36. É considerada infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei 6.385/76, o descumprimento das disposições da presente Instrução.

¹⁰ Art. 3º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: (...)V – ofertante: o proponente da aquisição de ações em uma OPA, seja ele pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos;

¹¹A SRE mencionou o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/6924, Dir. Rel. Marcelo Trindade, julgado em 31.10.2006, e o Processo Administrativo Sancionador nº RJ2010/9129, Dir. Rel. Otavio Yazbek, julgado em 9.8.2011.

PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES CVM nº RJ2013/0509 e RJ2013/4369

Acusados: Eugênio Emílio Staub
Eugênio Emilio Staub Filho
HAG Participações S.A.

Assunto: Apurar a responsabilidade de Eugênio Emílio Staub por infração ao parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM nº 358, de 2002, c/c o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, e a responsabilidade de Eugênio Emílio Staub Filho e da HAG Participações S.A. por infração ao art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002.

Relatora: Diretora Luciana Dias

Voto

I. Introdução

1. Preliminarmente, em resposta aos argumentos trazidos pela defesa oral dos Acusados, esclareço que estes foram ouvidos como usualmente pessoas investigadas pela CVM são ouvidas em processos investigatórios, ou seja, por meio de respostas a ofícios das áreas técnicas da CVM.

2. Não tem sido considerado necessário que tais investigados saibam dos processos acusatórios, mesmo porque muitas vezes a investigação não resulta em acusação. Basta que eles se manifestem sobre os fatos que embasam o processo.

3. Adicionalmente, há precedente deste colegiado que esclarece que a finalidade do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008 é proteger e viabilizar o exercício do poder de polícia pela CVM, "*[c]om efeito, a oitiva preliminar tem por objetivo tão somente dar suporte à formação da convicção da área técnica quanto à materialidade e a autoria das infrações e auxiliar na boa instrução do proceso, durante a etapa investigativa de que trata o art. 9º, §2º, da Lei nº 6.385, de 7.12.1976. O dispositivo não confere, portanto, um direito subjetivo aos investigados, nem deve ser confundido com defesa prévia*"¹.

4. Quanto ao mérito, no presente voto, analisarei conjuntamente dois processos administrativos sancionadores distintos: o Processo CVM nº RJ2013/0509 e o Processo CVM nº RJ2013/4369.

5. Apesar de esses processos terem como objeto a apuração de responsabilidades por diferentes infrações, as condutas analisadas em cada um deles estão relacionadas aos mesmos fatos, os quais, por sua vez, dizem respeito ao descumprimento do cronograma divulgado pela IGB Eletrônica S.A. ("IGB") em 5.3.2012 para a implementação de reestruturação societária envolvendo essa sociedade e a HAG Participações S.A. ("HAG").

6. De um lado, o Processo CVM nº RJ2013/0509 discute a responsabilidade do diretor de relações com investidores ("DRI") da IGB, Eugênio Emílio Staub ("Eugênio Staub"), pela não divulgação de esclarecimentos ao mercado com relação ao descumprimento do cronograma acima mencionado. Essa responsabilidade foi apurada pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") tendo em vista as reclamações de acionistas da IGB a respeito do não cumprimento de prazos que foram estipulados para a realização de atos previstos na reorganização societária.

7. De outro lado, o Processo CVM nº RJ2013/4369 discute a responsabilidade da HAG e de seu diretor Eugênio Emílio Staub Filho ("Eugênio Filho") por, no âmbito da operação acima mencionada e do atraso verificado em seu cronograma, não ter apresentado pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações de emissão da IGB ("OPA") no prazo previsto no *caput* do art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002².

8. Tratarei a seguir da operação anunciada pela IGB para, em seguida, discutir a responsabilidade de Eugênio Staub e, por fim, analisar a responsabilidade da HAG e de Eugênio Filho.

V. A reestruturação da IGB

9. Em fatos relevantes divulgados em 9.12.2009, 25.5.2010 e 26.4.2011, a IGB anunciou ao mercado um amplo programa de reestruturação financeira e societária para reinserir a marca "Gradiente" no mercado brasileiro de eletrônica de consumo.

10. No âmbito desse projeto, a Companhia buscou o equacionamento de seus débitos fiscais e entrou em recuperação extrajudicial. Além disso, com o intuito de captar recursos para o pagamento de seus credores, a Companhia arrendou seus ativos para a Companhia Brasileira de Tecnologia Digital S.A. ("CBTD") e outorgou a essa mesma sociedade uma opção para adquirir todos os seus ativos a preços de mercado.

11. A reinserção da marca "Gradiente" se daria por meio da execução de plano de negócios da CBTD, a qual deveria captar recursos junto a investidores por meio da emissão de debêntures conversíveis em ações. Além desses investidores, também teria participação na CBTD um veículo detido pelos controladores da IGB: a HAG.

12. O projeto anunciado pela IGB também tinha como premissa a atribuição de participação aos minoritários da Companhia na HAG e, indiretamente na CBTD. Para tanto, novo fato relevante divulgado pela IGB em 3.1.2012 indicava que: (i) haveria um aumento de capital da HAG, no qual, mediante a integralização de novas ações, os controladores da IGB transfeririam à HAG a totalidade das ações de emissão da IGB de que eram titulares, tornando a HAG controladora direta desta última; (ii) a HAG seria registrada como companhia aberta; e, em seguida, (iii) a HAG realizaria uma oferta pública de aquisição de ações dirigida a todos os acionistas minoritários da IGB, promovendo a permuta de ações da IGB por ações de emissão da HAG e o cancelamento de registro da IGB como companhia aberta.

13. Como consequência da operação anunciada, os acionistas minoritários da IGB poderiam deixar de ser acionistas de uma companhia em recuperação extrajudicial e passariam a ser acionistas indiretos de uma companhia financeiramente saudável, que exploraria os ativos da IGB.

14. Em 5.3.2012, a IGB divulgou um comunicado ao mercado contendo uma estimativa de datas para a conclusão de cada uma das etapas da operação descrita acima. Nos termos do cronograma anunciado: (i) os laudos de avaliação que suportariam o aumento de capital da HAG e a OPA seriam concluídos até o fim de março de 2012; (ii) a assembleia geral da HAG que deliberaria sobre o seu aumento de capital e registro como companhia aberta seria realizada até a semana de 9.4.2012; e (iii) o pedido de registro de OPA seria apresentado pela HAG à CVM até a semana de 16.4.2012.

15. Além disso, levando em consideração os prazos regulamentares e todas as providências que deveriam ser tomadas para cada um desses passos, a IGB informou ao mercado que estimava que: (i) o registro da HAG como companhia aberta poderia ser obtido na segunda quinzena de maio de 2012; (ii) o registro da OPA poderia ser obtido na segunda quinzena de junho ou na primeira semana de julho de 2012; e (iii) o resultado da OPA poderia ser divulgado na semana de 27.8.2012.

16. Novos comunicados ao mercado foram divulgados em 13 e 24.4.2012 para informar atrasos na elaboração dos laudos de avaliação que suportariam o aumento de capital da HAG e a OPA.

17. Somente em 9.5.2012, portanto com 30 dias de atraso em relação à previsão inicial, foi realizada a assembleia geral da HAG que aprovou o seu aumento de capital, permitindo que a HAG se tornasse controladora direta da IGB. Nessa data, a Companhia também informou ao mercado que prosseguiria com os passos subsequentes da operação.

18. No entanto, após a divulgação dessa informação, a IGB parou de comunicar ao mercado a evolução da operação previamente anunciada, levando uma série de investidores a protocolar reclamações perante a CVM.

19. Noto que o pedido de registro de companhia aberta da HAG foi protocolado na CVM somente em 16.10.2012, portanto, com 6 meses de atraso em relação à previsão inicial, e que o primeiro comunicado ao mercado posterior a esse fato foi divulgado somente em 14.5.2013, tratando do andamento do pedido de registro³.

VI. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/0509

20. O ponto levantado pela SEP no âmbito do Processo CVM nº RJ2013/0509 diz respeito justamente à não prestação de esclarecimentos ao mercado acerca do atraso para o cumprimento do cronograma divulgado em 5.3.2012 pela IGB. O responsável por essa divulgação seria Eugênio Staub, DRI da IGB.

21. Adicionalmente, para a área técnica, seria possível identificar oscilação atípica das ações de emissão da IGB durante a segunda quinzena de maio de 2012, período para o qual havia sido prevista a obtenção do registro de companhia aberta da HAG. Tendo em vista essa oscilação e havendo fato relevante pendente de divulgação (no caso, o atraso para a implementação de um projeto), o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976⁴, e o art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358, de 2002⁵, tornariam obrigatória a divulgação de fato relevante.

22. A meu ver, a SEP tem razão ao identificar como fato relevante o atraso para o cumprimento do cronograma da operação que envolvia a IGB e a HAG.

23. A definição de fato relevante é dada pelo art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, e complementada pelo art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002. Com base nesses dispositivos, é considerado relevante todo ato ou fato que possa influir de maneira ponderável (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

24. Para a divulgação de um fato relevante é necessário um juízo de valor por parte da administração e, em especial, por parte do diretor de relações com investidores de cada companhia, que deve avaliar o impacto que cada ato ou fato pode potencialmente exercer sobre as decisões de investidores racionais.

25. O próprio art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002, apresenta, em seu parágrafo único, um rol exemplificativo de atos e fatos potencialmente relevantes, os quais devem ser analisados pela administração de cada companhia diante de casos concretos. Ainda que este rol não torne mandatória a divulgação dos fatos ali indicados, posto que podem não se caracterizar como relevantes diante de circunstâncias específicas e do juízo de valor da administração da companhia, ele deve servir como uma orientação para a análise feita pela administração da companhia – o que não parece ter sido feito no caso concreto.

26. Nesse sentido, observo que o inciso XVIII do parágrafo único do art. 2º acima mencionado indica como potencialmente relevante a “*aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação*” (grifos meus).

27. No caso aqui analisado, o que sucedeu foi precisamente o atraso para a implementação de um projeto, a saber: o projeto anunciado pela IGB para a reinserção da marca “Gradiente” no mercado brasileiro e que tinha, como uma de suas etapas, a reestruturação societária e financeira da Companhia.

28. A implementação da operação anunciada pela IGB teria impacto significativo para os acionistas da Companhia, que poderiam deixar de deter participação em uma companhia em recuperação extrajudicial e passariam a deter participação indireta na sociedade operacional que exploraria os seus antigos ativos, em especial a marca “Gradiente”. Soma-se a isso o fato de a Companhia ter divulgado um cronograma relativamente preciso com relação às datas de conclusão de cada etapa da operação, gerando expectativas nos investidores quanto ao seu cumprimento.

29. Assim, no contexto da reestruturação financeira e societária no qual a IGB estava inserida, entendo que as medidas adotadas para atribuir participação aos seus acionistas minoritários no capital da HAG e, indiretamente, na CBTD e a expectativa de sua realização dentro de prazos previamente estipulados tinham potencialmente um impacto significativo sobre a decisão de seus investidores.

30. Reforçando essa tese, como indício da influência exercida pela operação e seu atraso sobre as decisões tomadas pelos investidores da IGB, observo o elevado número de reclamações e dúvidas endereçadas à CVM em setembro de 2012, questionando o atraso no cronograma e a ausência de novas informações por parte da Companhia.

31. Dito isso, passo a analisar o momento em que o atraso no cronograma deveria ter sido divulgado.

32. Segundo o parágrafo 4º do art. 157 da Lei nº 6.404, de 1976, “[o]s 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” (grifo meu). Via de regra, portanto, a divulgação do fato relevante deve ocorrer imediatamente, tão logo ele seja verificado pela administração da companhia.

33. Ocorre que nem sempre a administração se encontra diante de um fato concluído ou em relação ao qual já foram obtidas todas as informações relevantes. Por essa razão, o Colegiado da CVM já firmou o entendimento de que, nessas circunstâncias, as informações devem ser divulgadas ao mercado conforme se tornem disponíveis à administração⁶.

34. Em casos como o presente, o ideal é que o atraso para a implementação de uma determinada operação seja comunicado ao mercado tão logo a administração da companhia tenha ciência da impossibilidade de cumprir com o cronograma previamente estabelecido, sendo possível a divulgação de novo cronograma somente em momento posterior quando a administração já tiver uma segurança razoável em relação ao novo cronograma⁷.

35. A única exceção à imediata divulgação de informações está prevista no §5º do art. 157 da Lei nº 6.404, de 1976, e reproduzida no art. 6º da Instrução CVM nº 358, de 2002, correspondendo à hipótese em que a divulgação de um determinado fato relevante possa colocar em risco legítimo interesse da companhia.

36. Neste processo, a SEP entendeu que a não divulgação de informações pela Companhia poderia ser enquadrada nessa hipótese, mas que, diante de oscilação atípica das ações de emissão da IGB na segunda quinzena de maio, tal sigilo não se sustentaria em virtude do parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM nº 358, de 2002. Concordo parcialmente com essa análise.

37. A meu ver, os indícios de oscilação atípica são menos conclusivos do que sugere a Acusação. A única informação segura que posso extrair dos gráficos é a de que as ações da Companhia foram mais voláteis que o IBOVESPA. Não há dados sobre as variações de preço ou volume. Acredito que, comparativamente com outros casos julgados pelo Colegiado, e levando em consideração que companhias em dificuldades financeiras são mais voláteis, os indícios acerca da efetiva ocorrência de oscilação atípica não são tão robustos.

38. Em precedentes que deram causa a condenações com base em oscilações atípicas, havia informações sobre as variações de preço e as variações de volume negociado. Quando os números que representam as oscilações de preço ou volume, por si só, não forem tão significativos, são necessários outros dados para fortalecer o corpo probatório, como a análise do comportamento dos papéis da Companhia em relação a outros ativos do mesmo setor, ou de companhias em situação semelhante, além de compará-los a índices de mercado. Essas análises não foram feitas no presente processo.

39. Além disso, na primeira quinzena de maio, a informação a respeito do descumprimento do cronograma apresentado pela IGB em 5.3.2012 já poderia ser inferida pelo atraso de vários atos de conhecimento público constantes de tal cronograma e, portanto, não havia como proteger um interesse legítimo da Companhia guardando sigilo de um atraso cujas evidências já eram públicas.

40. Para chegar a essa conclusão, levo em consideração: (i) que o cronograma apresentado pela IGB em 5.3.2012 listava uma série de etapas sucessivas e que o protocolo do pedido de registro de companhia aberta da HAG só poderia ocorrer após a aprovação dessa matéria em assembleia geral; (ii) que a assembleia da HAG prevista para a semana de 9.4.2012 só foi realizada em 9.5.2012; (iii) que, em razão de fato relevante que anunciou essa assembleia, o mercado teria ciência do atraso para a sua realização; e (iv) que, mesmo que o pedido de registro da HAG como companhia aberta tivesse sido protocolado na mesma data da realização da assembleia de 9.5.2012, o prazo de análise pela CVM tornaria pouco provável que o registro fosse obtido na segunda quinzena de maio⁸.

41. Assim, a divulgação de informações sobre o não cumprimento do cronograma inicial seria devida antes da segunda quinzena de maio.

42. A partir do momento em que se verificou o atraso para a implementação das etapas da operação subsequentes à assembleia geral da HAG, a IGB deveria ter prestado esclarecimentos ao mercado. Nesse momento, a fim de assegurar o bom funcionamento do mercado e manter um adequado nível de transparência junto aos investidores, competiria à Companhia divulgar informações sobre o atraso verificado, seus motivos, possíveis consequências e se já houvesse uma segurança razoável de um novo cronograma, este também deveria ser divulgado.

43. Parece-me relevante o fato de que, no comunicado ao mercado de 24.4.2012, que tratou da conclusão dos laudos de avaliação, a IGB informou que seria "*certo que o cronograma de eventos que objetivam a OPA não será impactado*" e que, no fato relevante de 9.5.2012, a Companhia reiterou que a HAG apresentaria à CVM pedido de registro de companhia aberta e pedido de realização da OPA, sem especificar prazos.

44. Nessas duas oportunidades, ciente dos prazos regulamentares e das demais providências exigidas por cada uma das etapas da operação, a administração da IGB parecia já dispor de elementos para comunicar ao mercado atrasos em relação ao cronograma anunciado em 5.3.2012. No entanto, além de não prestar quaisquer esclarecimentos quanto aos demais prazos que seriam observados, a Companhia ainda permitiu aos investidores acreditar que os prazos previamente previstos poderiam ser cumpridos.

45. Com isso e, sobretudo, considerando o histórico da Companhia para a divulgação de informações (tanto antes quanto após os eventos de que aqui estamos tratando), não pretendo imputar à Companhia ou à sua administração má-fé ou qualquer tentativa de induzir os investidores a erro. Porém, considero que houve uma falha em manter o mercado devidamente atualizado a respeito dos rumos da operação. Essa falha poderia ter sido facilmente sanada com um ou mais comunicados ao mercado sobre o andamento da operação e as novas expectativas de prazos.

46. Nesse sentido, concordo com a SEP em relação à atribuição de responsabilidade à Eugênio Staub, na qualidade de DRI da IGB, por deixar de divulgar fato relevante acerca do atraso para a implementação da operação que envolvia a IGB e a HAG.

47. No entanto, entendo que a atribuição de uma penalidade à Eugênio Staub deve levar em consideração alguns fatores que podem atenuar a pena usualmente imposta a infrações semelhantes. O primeiro deles corresponde ao histórico verificado antes e após o período ora analisado para a divulgação de informações acerca do atraso para o cumprimento do cronograma da operação – em 13 e 24.4.2012 e de 14.5.2013 até 15.1.2014 foi divulgada uma série de comunicados que buscavam explicar o andamento da operação - tais informações, em geral, tinham linguagem direta e simples e explicavam aos investidores a situação da Companhia.

48. O segundo fator que merece ser considerado na dosimetria da pena é o fato de que, como já discutido neste voto, certos fatos relacionados ao atraso para o cumprimento do cronograma já eram públicos e, portanto, percebidos pelo mercado. Nesse sentido, o atraso na convocação da assembleia geral para aumento de capital e o atraso para protocolo do pedido de abertura de capital da HAG, ambos devidamente comunicados ao mercado, já anunciavam, ainda que indiretamente, um possível atraso no cronograma.

49. O terceiro e último fator corresponde ao contexto em que Eugênio Staub assumiu o cargo de DRI. Conforme indicado nos autos, Eugênio Staub passou a desempenhar essa função em 10.5.2012, logo após o falecimento de seu antecessor e em meio ao processo de recuperação extrajudicial da IGB e aos acontecimentos que deveriam ser objeto de divulgação.

50. Em linha com o que defendi no Processo CVM nº RJ2011/9493, julgado em 5.2.2013, entendo que a instauração de processos em face de diretores de relações com investidores e companhias que claramente enfrentem dificuldades para o cumprimento de suas obrigações de divulgar informações deve ser pautada pelos princípios da proporcionalidade e razoabilidade. Diante de situações como a que ora se discute, a CVM deve assegurar o cumprimento da regulamentação em vigor, sem que, por excessivo rigor, desestimule o ingresso de executivos idôneos em companhias que enfrentem situações adversas.

51. Nesse sentido, sugiro a aplicação de pena de advertência ao Acusado.

VII. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/4369

52. No segundo processo ora analisado, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") atribuiu à HAG e ao seu diretor Eugênio Filho a responsabilidade pelo descumprimento do prazo de 30 dias previsto no art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002, para o protocolo do pedido de registro da OPA dirigida aos acionistas minoritários da IGB.

53. Segundo a SRE, a partir da divulgação, pela IGB, de fato relevante em 9.5.2012 para tratar da realização da assembleia geral da HAG e do compromisso de que seriam implementados os demais passos da operação (isto é, o registro da HAG como companhia aberta e a apresentação de pedido de registro de OPA), teria tido início o prazo previsto no dispositivo acima mencionado. Isso porque, nos termos do *caput* do art. 9º, "[q]uando se tratar de OPA sujeita a registro, o pedido será protocolado na CVM

pelo ofertante, através da instituição intermediária, no prazo máximo de 30 (trinta) dias, a contar da data de publicação do aviso de fato relevante ou da deliberação que der notícia da realização da OPA”.

54. Para SRE, de um lado, a HAG seria responsável pelo descumprimento dessa regra na qualidade de ofertante. De outro, seu diretor Eugênio Filho também deveria ser responsabilizado por ter sido indicado, em resposta a ofício encaminhado pela área técnica, como o diretor responsável por conduzir a OPA.

55. De fato, os documentos presentes nos autos demonstram que o pedido de registro da OPA não foi apresentado no prazo de 30 dias a contar de seu anúncio ao mercado. No entanto, como explicarei a seguir, discordo da SRE quanto à atribuição de responsabilidades à HAG e a Eugênio Filho.

56. Em primeiro lugar, entendo que o fato relevante divulgado pela IGB em 9.5.2012 não deveria ser apontado como o início do prazo previsto no art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002. Há duas razões para isso.

57. Primeiro, 9.5.2012 não era o início do prazo para arquivamento da OPA porque após a realização da assembleia geral da HAG ainda existia outra condição prévia ao protocolo do pedido de registro da OPA, tal como mencionado em fatos relevantes e comunicados ao mercado divulgados previamente pela IGB, qual seja, o protocolo do pedido de registro da HAG como companhia aberta e a efetiva obtenção desse registro.

58. Em linha com o que foi divulgado pela Companhia, o fato relevante de 9.5.2012 não informava que todas as condições precedentes para a OPA haviam sido cumpridas – condições essas divulgadas nos fatos relevantes e comunicados anteriores –, tampouco atestava a intenção da HAG de proceder à OPA no prazo de 30 dias. Não haveria assim, nesse fato relevante, elementos para que a SRE inferisse o início do prazo previsto no art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002.

59. Em segundo lugar, entendo que, em casos como o presente, o prazo em questão deve ser utilizado para fins de orientação dos agentes de mercado, sejam eles o ofertante, a instituição intermediária ou os titulares de valores mobiliários que serão adquiridos por meio da OPA. O prazo de 30 dias a contar do anúncio da OPA deve ser utilizado como parâmetro e deve orientar a expectativa desses agentes com relação à realização da oferta.

60. Isso não significa, porém, que esse prazo não possa estar sujeito a alterações – mudanças com relação ao formato ou condições da operação anunciada ou até mesmo desistências são possíveis e podem impactar a elaboração do pedido de registro de uma OPA⁹.

61. É por isso que, a fim de manter o mercado atualizado e não frustrar as legítimas expectativas que sejam criadas entre os investidores com relação à OPA, qualquer alteração na intenção do ofertante ou atraso para a implementação da operação devem ser amplamente divulgados, em linha com o que foi discutido na seção anterior. Mas, isso é diferente de dizer que mudanças não possam ocorrer, sejam elas causadas por decisão da própria companhia ou por atos de terceiros cujo controle fogue à companhia e a seus controladores e administradores.

62. Tratando-se de um ato voluntário do ofertante, uma vez que ele sempre pode desistir do fechamento de capital, a CVM não tem o condão de impor medidas coercitivas ou aplicar sanções em função da não apresentação do pedido de registro da OPA. Situação diversa seria aquela em que a realização de uma oferta corresponde ao cumprimento de uma obrigação legal que compete à CVM fiscalizar, como é o caso das ofertas exigidas pela lei como decorrência de outra conduta do ofertante (oferta por aquisição de controle, por exemplo).

63. No caso concreto, a OPA que seria dirigida aos acionistas da IGB tinha como finalidade: (i) a permuta de ações de emissão da Companhia por ações de emissão da HAG; e (ii) o cancelamento do registro de companhia aberta da IGB. E, embora essa OPA estivesse sujeita a registro junto a CVM por força do art. 2º, §1º, da Instrução CVM nº 361, de 2002, esse registro corresponderia somente a uma condição para a realização de tal oferta. Assim, em última análise, a realização da OPA decorria exclusivamente da vontade do ofertante.

64. Dessa forma, em situações como a do presente caso, a CVM não pode obrigar o ofertante a lançar a OPA ou puni-lo, caso ele não o faça. E, no meu entendimento, a aplicação de penalidades em razão de excessos ao prazo do art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002, como se pretende no Processo CVM nº RJ2013/4369, representa uma forma de compelir o ofertante a realizar uma OPA que ainda não se tornou exigível. O que a CVM pode e deve fazer, nessas situações, é exigir do ofertante absoluta clareza e tempestividade em suas comunicações com o mercado.

65. Observo também que não há nos autos evidências de que a Companhia protelava propositalmente o andamento da reestruturação e, portanto, do lançamento da OPA. Obviamente, é indesejável que qualquer tipo de reestruturação seja anunciada levemente e o fato de a CVM não poder ser coercitiva em relação a decisões voluntárias de companhias, controladores e administradores não significa que não se deva apurar se tais atos voluntários foram anunciados de forma leviana, induzindo o investidor a erro ou mesmo com objetivos escusos de manipular o mercado. Mas, esta não é a acusação no presente caso, tampouco parece ser o que se passou.

66. Sem prejuízo do disposto acima, gostaria de ressaltar também que discordo da argumentação apresentada pela SRE com relação à possibilidade de punição de Eugênio Filho, na qualidade de diretor da HAG. Para a área técnica, teria relevância o fato de que a própria HAG teria indicado Eugênio Filho, em resposta a ofício, como responsável pela condução da OPA.

67. Essa indicação, porém, não me parece ser suficiente para a imputação de responsabilidades ao diretor. A responsabilização de administradores pela CVM não tem ocorrido de maneira aleatória. Pelo contrário, ela decorre da própria lei ou da regulamentação instituída pela própria Autarquia.

68. Primeiro, há responsabilidade direta e pessoal dos administradores, atribuída pela legislação ou regulamentação, por exemplo, com relação ao cumprimento de seus deveres fiduciários.

69. No caso de infrações atribuídas à pessoa jurídica, há duas situações em que se pode responsabilizar também as pessoas naturais que sejam sócias ou administradoras. Na primeira hipótese, os precedentes da CVM indicam que, para a responsabilização pessoal dos seus sócios ou administradores, é necessária a verificação de uma conduta

específica dessa pessoa natural que seja reprovável ou que contribuía para construção da prática reprovável, ou seja, uma conduta tipificada pela regulamentação em vigor ou um ato que integre a atividade irregular¹⁰. Em outras palavras, a responsabilidade dessas pessoas não deriva simplesmente do fato de elas serem representantes ou sócias da pessoa jurídica infratora – é necessário que elas sejam executoras da infração.

70. Na segunda hipótese, sempre com amparo na regulamentação, a CVM tem reconhecido que, em determinadas circunstâncias, é pertinente a atribuição de responsabilidade a administradores específicos para que estes auxiliem no cumprimento e fiscalização de determinadas normas dirigidas à pessoa jurídica. Esse mecanismo aproxima os titulares de cargos específicos de *gatekeepers*, que se tornam pontos de referência da CVM para cobrar determinadas condutas ou informações¹¹. As responsabilidades e os riscos assumidos por esses profissionais são conhecidos desde o momento em que assumem os seus respectivos cargos.

71. Não há nos autos evidências de qualquer ação ou omissão específica de Eugênio Filho e, como explicado, sua eventual responsabilidade não derivaria simplesmente do fato de ele ser administrador da HAG, ainda que tenha sido apontado em notificação à CVM como competente para tratar dos assuntos relativos à OPA.

72. A responsabilização de Eugênio Filho dependeria de a acusação ter demonstrado a sua contribuição específica na configuração da infração - o que, a meu ver, não ocorreu, não só porque não considero que houve irregularidade, mas também porque não houve, na acusação, a demonstração de qualquer ato ou omissão supostamente irregular atribuída a Eugênio Filho.

73. Por esses motivos, estou convencida de que HAG e Eugênio Filho devem ser absolvidos das imputações contra eles formuladas por ocasião do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/4369.

VIII. Conclusão

74. Diante de todo o exposto, voto, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976:

- i) pela condenação de **Eugênio Emilio Staub** à pena de advertência, por infração ao parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM nº 358, de 2002, c/c o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976; e
- ii) pela absolvição de **Eugênio Emilio Staub Filho** e da **HAG Participações S.A.** das imputações relacionadas ao descumprimento do art. 9º da Instrução CVM nº 361, de 2002, que lhes foram formuladas.

Rio de Janeiro, 27 de janeiro de 2015.

Luciana Dias
DIRETORA

¹ Voto do diretor relator Otávio Yazbek, de 16.3.2010, no âmbito do Processo Sancionador CVM nº RJ2006/8572.

² Art. 9º Quando se tratar de OPA sujeita a registro, o pedido será protocolado na CVM pelo

ofertante, através da instituição intermediária, no prazo máximo de 30 (trinta) dias, a contar da data de publicação do aviso de fato relevante ou da deliberação que der notícia da realização da OPA, com observância dos elementos mínimos que possibilitem a sua compreensão e exame, obedecendo aos requisitos descritos no Anexo I a esta Instrução.

³ Outras informações sobre exigências formuladas pela CVM com relação ao pedido de registro da HAG e prazos para seu cumprimento foram divulgadas em comunicados ao mercado pela IGB em 26.7.2013, 19.8.2013 e 21.11.2013. Já em 20.12.2013 e 15.1.2014, a IGB divulgou novos comunicados ao mercado para informar que, diante das dificuldades enfrentadas para a obtenção do registro de companhia aberta da HAG e diante do compromisso de assegurar aos minoritários da IGB participação indireta na CBTD, a HAG desistiria do pedido de registro perante a CVM e a CBTD seria transformada em subsidiária integral da IGB.

⁴ 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 da administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

⁵ 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.

⁶ Nesse sentido, vide o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 22/99, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 16.8.2001, e o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 17.4.2007. Nesse último processo, o diretor relator indicou que “[p]ara 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”.

⁷ Nesse caso, também seria possível fazer um paralelo com a orientação dada pelo presidente Leonardo P. Gomes Pereira em declaração de voto no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/9493, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 5.2.2013. Reconhecendo que a impossibilidade de divulgação tempestiva de informações periódicas não exime o diretor de relações com investidores de se comunicar com o mercado, o Presidente apresentou como parâmetros as seguintes informações a serem divulgadas quando verificado o atraso: “a. que a companhia não divulgará aquela informação periódica nos prazos estabelecidos na Lei Societária ou em normas específicas a respeito do assunto; b. as razões pelas quais a companhia não conseguirá cumprir com o prazo; c. as medidas efetivas que estão sendo tomadas para corrigir o problema; e

d. o prazo estimado, dentro da razoabilidade, para divulgação da informação periódica que não será tempestivamente fornecida”.

⁸ Nos termos do art. 4º da Instrução CVM nº 480, de 2009, “[a] *SEP tem 20 (vinte) dias úteis para analisar o pedido [de registro de companhia aberta], contados da data do protocolo, desde que o pedido venha acompanhado de todos os documentos identificados no Anexo 3”.*

⁹ Nessa linha, observo o entendimento de Carlos Augusto Junqueira de Siqueira, segundo o qual “[n]o caso de companhia emissora de ações, o anúncio da decisão de cancelar o registro e sua posterior reversão, poderá ocasionar conflitos com investidores em face de negociações praticadas em mercado, no interregno entre as duas comunicações. Mas a possibilidade de retorno na decisão anunciada, evidentemente não poderia ser vedada” (SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento de capital: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010, p. 629).

¹⁰ Nesse sentido, vide os Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2005/5038, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 3.10.2006; 29/03, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 16.1.2007; RJ2006/3364, Dir. Rel. Marcelo Trindade, julgado em 16.5.2007; e RJ2011/940, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 10.7.2012.

¹¹ No âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/13301, julgado em 23.10.2012, já indiquei que: “[a] *construção desses núcleos de imputabilidade é uma estratégia regulatória legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, proveniente da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição. Essa estratégia está longe do instituto da responsabilidade objetiva, em que a avaliação da culpa ou do dolo do indivíduo é dispensável. O diretor responsável sempre pode comprovar que implementou mecanismos adequados para assegurar o cumprimento do mandamento legal ou regulamentar, que supervisionou com diligência, enfim, que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e o diretor provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade do diretor responsável”.* Em sentido semelhante, vide o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/9129, Dir. Rel. Otavio Yazbek, julgado em 9.8.2011, e o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/2010, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 23.9.2014.

Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento dos Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2013/509 e RJ2013/4369 realizada no dia 27 de janeiro de 2015.

Acompanho a Diretora-relatora quanto à absolvição de Eugênio Filho e da HAG, mas gostaria de tecer alguns comentários em relação à dosimetria utilizada para a atribuição da pena de advertência a Eugênio Staub, especialmente no tocante a critérios ponderados como atenuantes pelo voto condutor.

Como bem destaca a Diretora-relatora, não há dúvidas de que o atraso no cumprimento do cronograma da operação envolvendo a IGB e a HAG constituiu fato relevante, que deveria ter sido informado ao mercado.

Com efeito, a reestruturação financeira e societária anunciada pela IGB tinha o condão de impactar, de maneira significativa, os acionistas da companhia, razão

pela qual a não divulgação do atraso da operação frustrou justas expectativas dos investidores quanto ao cumprimento do cronograma.

Uma vez verificada a impossibilidade de cumprir as datas previstas no cronograma divulgado em 05.03.2012, não era exigível a divulgação de um novo cronograma absolutamente preciso, o que somente seria possível com base em estimativas e deduções dos administradores, especialmente se considerada a complexidade dos fatores e variáveis que precediam à concretização da OPA.

No entanto, cabia à administração da IGB esclarecer ao mercado, da maneira mais transparente possível, os motivos do atraso e suas consequências.

Em linha com o que observei no julgamento do PAS CVM nº RJ2011/9493, em 05.02.2013, quando verificado o atraso na divulgação de informações, o DRI deve observar alguns parâmetros, de modo a comunicar:

- (i) o atraso na divulgação;
- (ii) as razões que conduziram ao atraso;
- (iii) as medidas efetivas visando à solução do problema; e
- (iv) estimativa razoável de novo prazo, se mensurável.

No presente caso, a necessidade de comunicação do atraso nos pedidos de registro de companhia aberta da HAG e da realização da OPA, a meu ver, era ainda mais evidente, considerando:

- (i) a prévia divulgação de um cronograma especificando datas referentes a cada uma das etapas da operação;
- (ii) que a divulgação do comunicado ao mercado de 24.04.2012, informando o atraso nos laudos de avaliação, ressaltou ser "*certo que o cronograma de eventos que objetivam a OPA não era impactado*"; e
- (iii) que o fato relevante divulgado em 09.05.2012, reiterando a apresentação dos pedidos pela HAG à CVM, não especificou prazos, nem prestou esclarecimentos adicionais a respeito.

Ainda que parte dos investidores possa eventualmente ter inferido que o atraso nas primeiras etapas da reestruturação conduziria a um atraso nos pedidos de registro junto à CVM, isso não me parece suficiente para afastar a necessidade de divulgação de fato relevante esclarecendo a questão.

Afinal, a não prestação de esclarecimentos, naturalmente, permitiu que investidores acreditassem que os prazos anteriormente previstos – e corroborados no comunicado de 24.04.2012 – seriam cumpridos. Isso é reforçado pelo elevado número de reclamações e dúvidas encaminhadas à CVM em setembro de 2012, questionando o atraso no cronograma e a falta de informações por parte da companhia.

Dessa forma, não considero que a informação a respeito do atraso no cronograma era efetivamente pública, nem que isso poderia ser

facilmente presumido por qualquer investidor. Logo, não entendo que, no presente caso, esse fator consubstancie um atenuante à conduta de Eugênio Staub.

Não me parece, igualmente, ser necessário demonstrar, aqui, eventual má-fé do acusado para caracterização de infração, tendo o mesmo falhado em sua função de assegurar um adequado nível de transparência aos investidores.

Outro ponto que, a meu ver, não justifica a mitigação da responsabilidade de Eugênio Staub é o fato de o mesmo ter assumido o cargo de DRI apenas em 10.05.2012, em meio aos acontecimentos.

A mitigação se justificaria se Eugênio Staub não estivesse participando da operação, ou não estivesse cuidando do relacionamento da companhia com o mercado. Ocorre que o referido senhor era Diretor-presidente e Presidente do Conselho de Administração¹ da companhia e já vinha figurando como signatário único de todos os comunicados ao mercado e de fatos relevantes divulgados a respeito da operação desde janeiro daquele ano.

Entendo que esses elementos afastam a atenuante suscitada.

Por fim, também não vislumbro, no caso em tela, a presença dos elementos tidos, em precedentes deste Colegiado², como atenuantes à não divulgação ou divulgação intempestiva de fatos relevantes, a saber, (i) a baixa dispersão acionária ou pouca liquidez das ações, (ii) a ausência de oscilação atípica, (iii) a efetiva publicidade da informação, e/ou (iv) o fato de se tratar de companhia incentivada.

Pelo exposto, (i) acompanho o voto condutor no tocante à absolvição de Eugênio Emílio Staub Filho e HAG Participações S.A. pela imputação de descumprimento ao art. 9º da Instrução CVM nº 361/2002, e (ii) concordo com a condenação de Eugênio Emílio Staub, por infração ao art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002, c/c o art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76, mas, voto pela aplicação de multa pecuniária no valor de R\$200.000,00 (duzentos mil reais), com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76.

Rio de Janeiro, 27 de janeiro de 2015.

Leonardo P. Gomes Pereira
PRESIDENTE

¹ Tendo presidido a reunião do conselho de administração de 24.04.2014, que deliberou sobre a contratação da empresa responsável pelos laudos de avaliação a serem utilizados na operação.

² Dentre outros, confira-se: PAS CVM nº RJ2011/14269, julgado em 26.03.2013; PAS CVM nº RJ2008/12124, julgado em 22.06.2010; PAS CVM nº RJ2008/12216, julgado em 13.04.2010; PAS CVM nº RJ2008/8976, julgado em 15.09.2009; PAS CVM nº RJ2008/6023, julgado em 20.05.2009.

Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/4369 realizada no dia 27 de janeiro de 2015.

Senhor Presidente, eu acompanho a sua manifestação de voto.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
DIRETOR

Manifestação de voto do Diretor Pablo Renteria na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/4369 realizada no dia 27 de janeiro de 2015.

Eu também acompanho a sua manifestação de voto, senhor Presidente.

Pablo Renteria
DIRETOR