

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO
SANCIONADOR CVM nº RJ2016/8116

Acusado: André Pires de Oliveira Dias

Ementa: Não divulgação de fato relevante. 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. **ABSOLVER** o acusado, **André Pires de Oliveira Dias**, da acusação de não divulgação de fato relevante, em suposta infração ao disposto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o art. 3º, *caput* e §3º, e art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/02.

Por força do Decreto nº 8.652/2016, a decisão absolutória transita em julgado na 1ª Instância, sem a interposição de recurso de ofício por parte da CVM ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Presente o advogado Paulo Cezar Aragão, representante do acusado.

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

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Borba, Relator, Henrique Balduino Machado Moreira, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 30 de maio de 2017.

Gustavo Borba
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM RJ2016/8116

Acusado: André Pires de Oliveira Dias

Assunto: Apurar a eventual responsabilidade de André Pires de Oliveira Dias, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da Companhia Metalúrgica Gerdau S.A., pelo suposto descumprimento do art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 3º, *caput* e §3º, e art. 6º, parágrafo único da Instrução CVM nº 358/02, pela não divulgação de fato relevante.

Relator: Diretor Gustavo Borba

RELATÓRIO

I. OBJETO.

1. Trata-se de processo administrativo sancionador ("PAS") instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP" ou "Acusação") em face de André Pires de Oliveira Dias ("André Dias" ou "Acusado"), na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da Companhia Metalúrgica Gerdau S.A. ("Metalúrgica Gerdau" ou "Companhia"), com a finalidade de apurar a sua responsabilidade por suposto descumprimento do art. 157, §4º, da Lei 6.404/76 e artigos 3º, *caput*, e 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002.

II. ORIGEM.

2. O presente processo originou-se do Processo CVM nº SP2015/305, que foi instaurado pela SEP a fim de averiguar uma eventual infração pela não divulgação de Fato Relevante pela Companhia em relação à operação de compra de participações minoritárias anunciada por sua controlada Gerdau S.A. ("Gerdau").

III. FATOS¹.

3. Em 13.07.2015, o Conselho de Administração da Gerdau aprovou a aquisição de participações minoritárias na Gerdau Açominas S.A.², na Gerdau Aços Longos S.A.³, na Gerdau Aços Longos S.A.⁴ e na Gerdau América Latina S.A.⁵ por aproximadamente R\$1 bilhão.

4. Em 14.07.2015, foi divulgado Fato Relevante pela Gerdau, comunicando a operação (fls. 10-11), o qual foi posteriormente complementado, em 17.07.2015, por Comunicado ao Mercado (fl. 26). Em suma, informou-se que: (i) não haveria obrigação contratual de efetivar as referidas aquisições; (ii) não se tratava de operações com acionista controlador ou partes relacionadas; e (iii) as contrapartes da operação eram o Itaú Unibanco S.A. ("Itaú") e a *Arcelor Mittal Netherlands S.A.* ("Arcelor Mittal").

5. Nesse dia, segundo o informado pela SEP, ocorreram oscilações atípicas nas negociações com ações ordinárias e preferenciais de emissão da Companhia. A ação GOAU3 teria oscilado atipicamente com relação aos critérios de "oscilação de preço *intraday*"⁶, "oscilação (fechamento/abertura)", volume e quantidade negociada, enquanto o papel GOAU4 teria apresentado oscilação atípica nos critérios "oscilação de preço *intraday*" e "oscilação (fechamento/abertura)", conforme quadro abaixo:

	Oscilação de preço <i>intraday</i>	Oscilação (fechamento / abertura)	Volume (R\$)	Quantidade negociada
Metalúrgica Gerdau PN (GOAU4)	10,7%	-8,1%	42.147.404	8.808.100
Média 60 pregões anteriores	4,5%	-1,1%	23.520.757	3.538.021
Desvio-padrão	1,8%	2,6%	10.576.168	4.379.719
Intervalo	0 a 8,1%	-6,4% a	0 a	0 a

de confiança 95%		4,2%	44.673.088	12.297.460
Metalúrgica Gerdau ON (GOAU3) Média 60 pregões anteriores	10,8%	-7,8%	826.307	207.600
Desvio- padrão	4,0%	-1,4%	206.119	32.983
Intervalo de confiança 95%	2,0%	2,6%	227.474	37.446
	0 a 7,9%	-6,5% a 3,7%	0 a 661.067	0 a 107.877

6. Em 04.08.2014, foi protocolada reclamação de investidor, alegando que o Fato Relevante divulgado pela Gerdau deveria ter sido reproduzido na íntegra pela Companhia, notadamente porque, segundo o reclamante, as ações da controladora já teriam despencado dez pontos percentuais ao final do dia da divulgação da operação pela Companhia (fl. 1).

7. A SEP, nesse sentido, solicitou manifestação da Companhia sobre a reclamação⁷. Em resposta, a Companhia afirmou, em síntese, que não seria parte dos negócios em questão e, portanto, não lhe caberia divulgar a operação apenas em decorrência de sua participação acionária na Gerdau (fls. 51-52).

8. Em 06.05.2016, foi enviado novo ofício⁸ à Companhia, solicitando informações, dentre outros assuntos, sobre o momento em que teria tomado conhecimento da operação e sobre que medidas teriam sido adotadas a partir desse momento. Por sua vez, a Companhia esclareceu, em suma, que a Companhia e a Gerdau têm administradores em comum, de modo que a controladora teria tido conhecimento da operação na medida em que esses administradores também tiveram conhecimento (fls. 56-57). Além disso, a Companhia reiterou seu entendimento de que, por ser parte da operação, não lhe caberia tomar medidas específicas ao saber da operação e de suas condições.

IV. TERMO DE ACUSAÇÃO.

9. Em seu Termo de Acusação (0190643), a SEP inicialmente teceu as seguintes considerações sobre a operação anunciada pela Gerdau em 14.07.2015:

11. Conforme exposto no Relatório nº 37/2016-CVM/SEP/GEA-4 do processo RJ2015/8486, o Itaú e o Grupo Gerdau firmaram uma opção de venda no âmbito de uma estrutura análoga à de um financiamento. Em 2005, o Itaú aportou recursos, por meio de um aumento de capital, em uma subsidiária da Gerdau S.A., no valor de R\$550.000.000,00. A controladora Indac, tendo como garantidora a Metalúrgica Gerdau, contratou a opção que daria ao Itaú o direito de alienar as participações detidas em função da subscrição e integralização do referido aumento de capital pelo valor subscrito, corrigido com base no CDI (após um ano, R\$660.249.425,96).

12. *A partir da data desse contrato (05.05.2005), os controladores da Gerdau assumiram a obrigação de adquirir essas participações e ficaram, portanto, expostos ao risco decorrente das eventuais diferenças de variação entre o preço de mercado dos ativos e o valor de referência do contrato de opção corrigido.*
13. *Não há qualquer registro, em documentos divulgados pela Companhia, ou apresentados em resposta aos nossos questionamentos, de que essa obrigação pudesse recair sobre a Gerdau.*
14. *Após diversas renovações, a opção de venda tornou-se extremamente favorável para o Itaú, descolando-se do preço de mercado dos ativos, haja vista que representava um preço 3,2 vezes maior do que outro agente de mercado, em livre negociação, havia fechado com a Gerdau pelos mesmos ativos.*
15. *A opção de venda onerava dois controladores da Gerdau S.A.: a Indac, como contraparte direta, e a Metalúrgica Gerdau, como garantidora.*
16. *O conselho de administração da Gerdau S.A. tinha plena ciência da existência do contrato de opção de venda e de suas cláusulas e que o preço de exercício representava sobrepreço em relação ao preço dos ativos transacionados com parte independente (ArcelorMittal), e ao preço indicado em laudo encomendado pela Companhia.*
17. *O fechamento da operação gerou benefícios diretos às controladoras da Companhia, eximindo a Indac e a Metalúrgica Gerdau das obrigações assumidas na opção de venda, dado que, com a Transação, o Itaú deixaria de ser o proprietário dos ativos objeto do instrumento de opção de venda.*
18. *Em 2015, o Itaú expressou seu desejo de sair do investimento nas subsidiárias da Gerdau S.A. Tal saída foi estruturada por uma compra, por parte da Gerdau S.A., das participações detidas, ao preço de exercício da opção de venda que o Itaú detinha contra a Indac.*
19. *Em paralelo, a Gerdau S.A. negociou com a ArcelorMittal a aquisição de participações adicionais nos mesmos ativos que negociava com o Itaú.*
20. *Houve assimetria não justificada em relação aos valores pagos às duas diferentes contrapartes nas duas operações de aquisição (Itaú e ArcelorMittal), e esse sobrepreço, da ordem de R\$1,1 bilhão, adveio do preço de exercício do contrato de opção de venda.*
21. *A aquisição foi, na verdade, uma transferência de obrigações entre a Indac e a Gerdau S.A, tendo ainda a Metalúrgica Gerdau como beneficiada, por extinguir sua obrigação de fiadora no âmbito do contrato de opção de venda.*
10. *A SEP afirma que “a divulgação realizada pela Gerdau, em fato Relevante de 14.07.2015, envolveu apenas informações globais de duas operações independentes, omitindo informações sobre cada transação e omitindo o fato de que as condições de uma das aquisições eram afetadas por contratos previamente existentes, firmados entre o alienante (“Itaú”), a Indac e a Metalúrgica Gerdau”.*

11. Com relação à alegação do Acusado de que a ausência de divulgação de Fato Relevante pela Metalúrgica Gerdau decorreria do fato de esta não ter participado da operação, a SEP argumenta o seguinte:

32. O Fato Relevante não está apenas relacionado às ações da Companhia, mas, também, aos eventos de conhecimento da Companhia, e a ela externos, que podem influir nas decisões acerca das transações com os valores mobiliários de sua emissão. Não é necessário, portanto, que a Companhia seja parte de uma transação para que os seus valores mobiliários sejam afetados por esta. Basta que a informação possa influenciar os valores mobiliários de sua emissão.

[...]

34. Nem todas as informações relevantes de uma controlada devem ser replicadas por sua controladora. Isso depende do potencial dessas informações de influenciar na controladora. No caso concreto, a informação sobre a Transação tinha elementos que poderiam influir na cotação de seus valores mobiliários, por influir nos fundamentos econômicos da Companhia.

12. Nesse sentido, a Acusação destaca que as atividades econômicas da Companhia se limitariam à gestão de participações em outras sociedades (*holding*), sendo que a sua única participação acionária relevante seria na própria Gerdau. Desse modo, como a operação poderia influenciar o fluxo futuro de dividendos da Gerdau, não se poderia afastar a relevância de tal informação para a própria Companhia, posto que afetaria as suas perspectivas de ganho e de valor futuro.

13. A magnitude da transação, que comprometeria o equivalente a 18% do valor de mercado da Gerdau à época, também não poderia ser considerada imaterial para uma *holding* cujo ativo mais relevante seria afetado pela operação. Do mesmo modo, as oscilações atípicas sofridas pelas ações da Companhia em 14.07.2015, data da divulgação da operação pela Gerdau, expressaria a capacidade da informação sobre a operação influenciar nas cotações dos valores mobiliários da Companhia, o que se enquadraria no conceito de relevância descrito na Instrução CVM nº 358/02.

14. A Acusação sustenta, ainda, que a Companhia era parte interessada da operação, pois seria a garantidora de contrato de opção de compra dos mesmos ativos envolvidos no negócio, que, se implementado, resultaria na extinção da referida garantia.

15. Por desempenhar a função de diretor de relações com investidores em ambas as companhias, o Acusado teria posse da informação sobre a transação e ciência de que se tratava de fato relevante, mas, ainda assim, teria decidido por sua não divulgação pela Companhia.

16. A SEP, por fim, salienta o seguinte:

47. Não se afirma que todo o fato relevante da controlada deve ser replicado pela controladora, mas, somente aqueles que de fato têm capacidade de influenciar os valores mobiliários de emissão da companhia, que, no caso concreto, era o caso da informação em questão, que deveria ter sido divulgada concomitantemente por Gerdau S.A. e Metalúrgica Gerdau S.A.

V. RESPONSABILIDADES.

17. Diante de todo o exposto, a SEP apresentou Termo de Acusação em face de **André Pires de Oliveira Dias**, propondo a sua responsabilização por suposta infração ao disposto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76 e aos artigos 3º, *caput*, e 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/02.

VI. MANIFESTAÇÃO DA PFE-CVM.

18. Examinada a peça acusatória⁹, a Procuradoria Federal Especializada – PFE entendeu estarem preenchidos os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/08¹⁰.

19. Por orientação da PFE-CVM, a SEP alterou o Termo de Acusação, a fim de excluir a imputação de responsabilidade pelo §3º do art. 3º da Instrução CVM nº 358/2002. O presente relatório já reflete as alterações realizadas.

VII. DEFESA.

20. Devidamente intimado (0194089; 0198215), o Acusado apresentou a sua defesa em 06.01.2017 (0216920).

21. De acordo com a defesa, a operação apenas envolveria a Gerdau, sendo dela, portanto, a obrigação de publicar a informação como Fato Relevante. Nesse sentido, obrigar a divulgação do mesmo Fato Relevante pela Companhia consistiria em confundir as suas personalidades jurídicas. Esse entendimento, ademais, violaria o disposto no art. 157, §4º, da Lei 6.404/76¹¹, que, nesse ponto, seria claro quanto à necessidade de vinculação entre o teor da informação e os negócios de determinada companhia para que para ela surja a necessidade de divulgação de Fato Relevante. Assim, no caso concreto, não seria cabível a discussão quanto à repercussão direta ou indireta da operação divulgada pela Gerdau nos negócios da Companhia.

22. A defesa sustenta que em casos com ambiguidades sobre o conteúdo de um fato público até poderia ser recomendável a divulgação de Fato Relevante para afastar eventuais dúvidas sobre ele. A situação do caso concreto, no entanto, não se enquadraria nessa hipótese, pois a Gerdau teria adequadamente informado ao mercado, por meio do Fato Relevante de 14.07.2015, de todos os dados da operação.

23. Do mesmo modo, para a defesa, a divulgação de Fato Relevante pela *holding* igualmente poderia ser adequada no caso de uma operação realizada por uma de suas controladas fechadas, por se tratar da única maneira de informar ao mercado sobre o tema. Essa situação, contudo, também não estaria presente no caso, na medida em que a divulgação da operação foi realizada por outra companhia aberta.

24. A defesa também argumenta que os fundos de investimento em ações não precisam replicar Fatos Relevantes divulgados pelas companhias abertas nas quais investem, ainda que o dispositivo normativo que regulamenta a matéria exija divulgação dos Fatos Relevantes referentes aos seus ativos¹².

25. Como o Acusado, na qualidade de diretor de relações com investidores da Gerdau, divulgou as informações sobre a operação que entendia serem necessárias, não lhe caberia, enquanto DRI da Companhia, divulgar outro Fato Relevante para confirmar aquilo que fora divulgado na Gerdau. De outro modo, seria necessário, por exemplo, que a Companhia, assim como todas aquelas com significativas

importações ou exportações, divulgasse Fatos Relevantes por conta de oscilações nas cotações do dólar, e que também os divulgasse por conta dos preços internacionais do aço.

26. Determinar a replicação pela *holding* de informações referentes às suas controladas abertas afetaria negativamente a qualidade de informação disponível ao mercado, na medida em que as informações relevantes da própria Companhia seriam misturadas com outras que apenas poderiam lhe afetar reflexamente. Assim, para a defesa, haveria prejuízo aos próprios investidores, posto que deixariam de receber informações específicas sobre a Companhia e, assim, não conseguiriam avaliá-la adequadamente.

27. Haveria, ainda, contradição no Termo de Acusação, vez que, de um lado, a Acusação, em tese, reconheceria que não há obrigação de replicação pela *holding* de todos os Fatos Relevantes de suas controladas, mas, de outro, a SEP sustentaria, no caso concreto, a necessidade de reprodução do Fato Relevante da Gerdau pela Companhia porque, sendo uma *holding*, a controlada seria seu ativo mais relevante. Portanto, o entendimento da SEP significaria atribuir, a todo Fato Relevante da Gerdau, a qualidade de fato relevante sujeito à divulgação pela Companhia, o que, na prática, e contraditoriamente ao que afirmado inicialmente pela própria Acusação, seria o mesmo que dizer que esta sociedade deveria replicar todos os Fatos Relevantes daquela.

28. No que se refere à magnitude da operação, a defesa assevera que esse tópico não seria autônomo, mas, sim, a premissa inicial sobre a discussão da relevância da operação para a Companhia, pois que, se a operação não fosse relevante para a Gerdau, também não teria o potencial de influenciar as cotações de emissão da Companhia. Ademais, a defesa afirma que os comentários da Acusação sobre o suposto sobrepreço na operação, além de equivocados, não poderiam ser considerados para fins de análise do presente processo, posto que essa questão encontra-se em discussão no âmbito do Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/5733, que ainda não foi julgado.

29. Quanto ao suposto interesse da Companhia na operação, a defesa afirma que o impacto gerado sobre a garantia não constituiria para ela um fato relevante, porque tal garantia sequer representaria um passivo em seu balanço e, assim, a extinção da garantia não teria aptidão para afetar o patrimônio ou o resultado da Companhia.

30. Ademais, ser o desembolso eventualmente decorrente do exercício da garantia um fato eventual e incerto, que poderia nunca se concretizar, não seria possível considerar que a extinção da garantia fosse uma informação que pudesse afetar de modo ponderável as decisões dos investidores da Companhia. Nesse sentido, a divulgação da extinção da garantia pela Companhia teria seguido os mesmos padrões por ela adotados para a divulgação de sua existência, isto é, por meio de referência nas notas explicativas de suas demonstrações financeiras¹³.

31. Em relação à oscilação atípica, a defesa alega que, em regra, para fins de divulgação de fato relevante, uma oscilação atípica seria somente aquela decorrente de uma informação não divulgada da própria sociedade. Por isso, as oscilações das ações da Companhia por conta de fatos ocorridos na Gerdau não poderiam ser consideradas atípicas, dado que a informação da operação já era de conhecimento público.

32. Segundo a defesa, pelo menos nos últimos 13 anos, a Gerdau viria consistentemente divulgando Fatos Relevantes apenas quando estes lhe afetassem diretamente. Nesse sentido, foi apresentada tabela contendo os Fatos Relevantes publicados pela Companhia entre 14.03.2003 e 09.08.2016¹⁴. Nesse período, foram encaminhados Fatos Relevantes em 60 dias, mas, em apenas 14 oportunidades teria havido divulgação concomitante pela sociedade. E, mesmo nessas ocasiões, de acordo com a defesa, houve, em verdade, a divulgação de Fatos Relevantes específicos para a Gerdau e para Companhia.

33. Ressaltou-se, ainda, que a Companhia não seria a única a adotar o referido padrão. Nesse sentido, também citou a ITAÚSA – Investimentos Itaú S.A. ('Itaúsa'), cujos investimentos no Itaú, segundo a defesa, teriam respondido por 99,8% do resultado por equivalência patrimonial da Itaúsa no terceiro trimestre de 2016. Dos 173 dias em que teria havido divulgação de Fatos Relevantes pelas sociedades desde o ano de 2003, somente em 12 ocasiões teriam sido divulgados Fatos Relevantes concomitantes e de conteúdos distintos pela Itaúsa e pelo Itaú.

34. Dado que a Companhia teria adotado o mesmo padrão por mais de uma década sem questionamentos por parte da CVM, bem como que seus pares no mercado seguiriam a mesma visão, o Acusado não poderia ser punido, pois não sabia nem poderia saber que haveria um dever da Companhia de replicar Fatos Relevantes da Gerdau, havendo, assim, erro de proibição. Do contrário, a punição do Acusado ofenderia o princípio da segurança jurídica, expresso no art. 2º da Lei 9.784/99¹⁵, que impede a retroatividade de novas normas, ou interpretações de retroagirem, salvo para favorecimento do administrado.

VIII. SORTEIO E DISTRIBUIÇÃO.

35. O processo foi para mim distribuído em reunião do Colegiado realizada em 07.03.2017.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 30 de maio de 2017.

Gustavo Borba
Diretor-Relator

¹ As folhas mencionadas no presente relatório referem-se ao arquivo contido no documento SEI nº 0179234.

² 8.801.915 ações ordinárias e 3.545 ações preferenciais.

³ 9.565.329 ações ordinárias e 3.853 ações preferenciais.

⁴ 8.801.915 ações ordinárias e 3.545 ações preferenciais.

⁵ 8.801.915 ações ordinárias e 3.545 ações preferenciais.

⁶ Calculadas pela diferença entre a cotação máxima e a cotação mínima do dia, dividida pelo valor mínimo atingido pelo papel no dia.

⁷ Ofício nº 007/2016-CVM/SEP-GEA-4 (fls. 48-50).

⁸ Ofício nº 099/2016-CVM/SEP-GEA-4 (fls. 53-55).

⁹ PARECER/N.º 00172/2016/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU (0189933); DESPACHO n. 00307/2016/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU (0189934); e DESPACHO n. 00615/2016/PFE-CVM/PGF/AGU (0189937).

¹⁰ 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.

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.

¹¹ §4º - Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente a 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.

¹² Instrução CVM nº 555/14, Art. 60. O administrador é obrigado a divulgar imediatamente a todos os cotistas na forma prevista no regulamento do fundo e por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM, e para a entidade administradora de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo ou aos ativos financeiros integrantes de sua carteira.

¹³ A defesa destaca que, nas notas explicativas ao Formulário de Informações Trimestrais (ITR) de 30.06.2016, o fato subsequente da extinção da garantia foi informado no seção referente às partes relacionadas.

¹⁴ A defesa adotou como base o período para o qual há fatos relevantes disponíveis no Sistema IPE.

¹⁵ Art. 2º - A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência. [...]

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM RJ2016/8116

Acusado: André Pires de Oliveira Dias

Assunto: Apurar a eventual responsabilidade de André Pires de Oliveira Dias, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da Companhia Metalúrgica Gerdau S.A., pelo suposto descumprimento do art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o art. 3º, *caput* e §3º, e art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/02, pela não divulgação de fato relevante pela Companhia.

Relator: Diretor Gustavo Borba

VOTO

1. A Metalúrgica Gerdau S.A. é uma *holding* pura, tanto que o seu objeto consiste em participar de outras sociedades, sem o exercício de atividades operacionais.

2. No que importa para o presente caso, a Metalúrgica Gerdau S.A. detinha diretamente 41% do capital social da Gerdau S.A., a qual, por sua vez, detinha diversas participações majoritárias em amplo leque de sociedades operacionais (conforme gráfico exposto no item 8 do termo de acusação).

3. Percebe-se, destarte, que a Metalúrgica Gerdau S.A. é a holding final do grupo, enquanto que a Gerdau S.A., apesar de ser subsidiária da primeira, também possui características de *holding* ("*subholding*"), uma vez que por meio dela se exercia o controle de diversas sociedades operacionais do grupo Gerdau.

4. Ambas as sociedades – Metalúrgica Gerdau S.A. e Gerdau S.A. – são companhias abertas, submetidas, por conseguinte, à regulação e à fiscalização da CVM.

5. Para fins de simplificação da nomenclatura, chamar-se-á a Metalúrgica Gerdau S.A. de *holding*, ou controladora, enquanto que a Gerdau S.A. será denominada, no presente voto, controlada, ou subsidiária.

6. A acusação sustenta que o DRI da *holding* deveria ter "replicado" a divulgação do Fato Relevante realizada por sua controlada, uma vez que a

informação, que era relevante para a subsidiária, também seria para a controladora, considerando, no caso concreto, a inequívoca importância para a *holding* do ativo representado pela participação societária na controlada.

7. Ressalve-se, inicialmente, que a acusação não sustenta que a *holding* teria deixado de divulgar um aspecto específico e particular relacionado ao fato relevante que poderia prejudicá-la, ou beneficiá-la, de forma específica. Desta forma, o presente voto não analisará a questão sob a perspectiva de alguma informação adicional a ser divulgada pela *holding*, pois essa não foi a tese sustentada pela acusação¹.

8. Acrescente-se, ainda, que não se encontra dentro do objeto do presente processo a questão da legalidade da operação, realizada pela Gerdau S.A., de aquisição de participações minoritárias em diversas sociedades do grupo – essa questão está sendo analisada no âmbito do PAS RJ2015/8486, de forma que se encontra fora do objeto do presente processo sancionador.

9. Nessa linha, registre-se que o objeto do presente processo limita-se à questão da eventual obrigação de divulgação de Fato Relevante pela Metalúrgica Gerdau S.A. (*holding*) que “replicasse” o conteúdo do Fato Relevante já divulgado por sua subsidiária (Gerdau S.A.). A conclusão do Termo da Acusação deixa clara essa perspectiva acusatória:

“Não se afirma que todo o fato relevante da controlada deve ser replicado pela controladora, mas somente aqueles que de fato têm capacidade de influenciar os valores mobiliários de emissão da companhia, que, no caso concreto, era o caso da informação em questão, que deveria ser divulgada concomitantemente pela Gerdau S.A. e pela Metalúrgica Gerdau S.A.”

10. Anote-se que a acusação chega a fazer algumas alusões sobre o impacto das aquisições das participações societárias sobre a liberação de garantias outorgadas pela *holding*, mas, essa questão não foi desenvolvida pela acusação, tanto que não há nenhuma alegação de que a divulgação de Fato Relevante pela controladora seria para complementar, sobre aspecto específico da operação, as informações constantes do Fato Relevante da subsidiária.

11. Essa questão, apesar de citada no §41 do Termo de Acusação, não foi utilizada como um elemento específico a ser divulgado pela *holding* em eventual Fato Relevante, de forma que tal circunstância não poderia ser utilizada para fundamentar uma eventual condenação, ainda mais porque não houve sequer apresentação de elementos, ou mesmo afirmação pela acusação, de que esse aspecto da operação seria relevante para a *holding*, de modo a obrigar uma divulgação específica de Fato Relevante.

12. Feitas essas ressalvas, constata-se que a questão jurídica a ser analisada consiste na avaliação da obrigação de o DRI da controladora² divulgar “Fato Relevante” cujo conteúdo seria idêntico ao do “Fato Relevante” divulgado pela controlada. Essa será a questão a ser analisada no presente voto.

13. Passando-se ao mérito do caso, adianto, desde já e com as devidas vênias, que discordo da acusação, uma vez que as *holdings* puras sempre são afetadas pelas informações relativas às suas subsidiárias, desde que, naturalmente, a participação na subsidiária seja um ativo relevante quando comparado ao

patrimônio total da controladora. Isso, contudo, definitivamente não leva à conclusão de que a *holding* deve sempre reproduzir os Fatos Relevantes divulgados pela subsidiária.

14. Observe-se que a obrigação de divulgação de Fato Relevante encontra fundamento axiológico e teleológico na busca de nivelamento das informações detidas pelos participantes do mercado sobre questões que podem afetar, de modo ponderável, a cotação dos valores mobiliários. Não se trata, portanto, de obrigação meramente formal, mas, sim, de dever cujo objetivo consiste na divulgação para todo o mercado, no mesmo momento, das informações que possuem potencial para afetar o comportamento dos investidores de mercado, garantindo-se, com isso, a isonomia informacional necessária para que o mercado funcione de forma adequada, justa e sadia.

15. No caso, a informação já havia sido divulgada pela subsidiária, que era a companhia específica, jurídica e diretamente envolvida na aquisição de participações em outras sociedades do grupo. A controladora certamente sofreria os efeitos reflexos dessa operação.

16. Isso, contudo, não quer dizer que todos que possuem participação substancial em companhia que divulgou determinado fato relevante teriam que imediatamente reproduzir esse mesmo fato relevante, uma vez que, observadas as características do cada caso, muitas vezes os investidores da *holding* devem obter subsídios informacionais na principal subsidiária aberta da Controladora, posto que a *holding* pura, por razões mais do que óbvias, sofre o reflexo da atuação dessas subsidiárias diretas e indiretas, uma vez que ela não possui atividade operacional própria.

17. Observe-se que a Gerdau S.A. é uma subsidiária da Metalúrgica Gerdau há várias décadas, de forma que não há dúvida plausível no mercado quanto à inequívoca relação de controle, como consta expresso no último parágrafo do histórico da companhia descrito no Formulário de Referência (FRE):

*"A Companhia é o resultado de uma série de aquisições corporativas, fusões e outras transações realizadas a partir de 1901. A Companhia iniciou suas operações em 1901 com a fábrica de pregos Pontas de Paris, sediada em Porto Alegre e controlada pela família Gerdau, a qual ainda é a acionista controladora indireta da Companhia. Em 1969, a Pontas de Paris teve sua denominação alterada para **Metalúrgica Gerdau S.A., que é hoje a holding controlada pela família Gerdau e controladora da Gerdau S.A.**" (g.n.)*

18. Essa mesma redação, que constava do FRE de 2015, é idêntica à atual, assim como, por exemplo, à que estava no FRE de 2011. Não se apresenta crível, portanto, que os participantes do mercado desconhecem que a Metalúrgica Gerdau era uma holding pura, cujo maior ativo era justamente sua participação na Gerdau S.A.

19. Assim, considerando as características do caso, não me parece razoável entender que o investidor da controladora pudesse abstrair dos fatos relevantes divulgados pela subsidiária aberta que controlava as empresas operacionais, uma vez que o resultado da Metalúrgica Gerdau, sendo *holding* pura, dependia em grande parte do resultado da sua subsidiária direta.

20. Observe-se que não se deve raciocinar e interpretar as regras do §4º do art. 157 da Lei 6.404/76 (que faz expressa referência a "investidores de mercado") considerando a perspectiva de investidor cuja postura fuja aos padrões de

normalidade, uma vez que essa norma deve ser interpretada segundo parâmetros que considerem o "investidor médio e razoável" (também chamado "investidor racional"), sem o que não haveria segurança alguma na aplicação e observância da obrigação de divulgação de fato relevante, especialmente porque a regra matriz incorpora conceitos bastante abertos ("influência ponderável", "decisão de investir", "possibilidade de afetar", "investidores de mercado" etc.).

21. Parece-me, portanto, equivocada analisar o §4º do art. 157 da Lei 6.404/76 sob perspectivas que discrepam de um comportamento ordinário e racional de investidor, como seria a postura daquele que apenas e exclusivamente considere as notícias relacionadas à *holding* pura, sem avaliar as informações relevantes divulgadas pela subsidiária aberta, que, já há décadas, controlava as companhias operacionais do grupo. Da mesma forma, mas, em outro extremo, também não se deve considerar, na interpretação, a eventual análise de investidor altamente arguto e fora do padrão, com o poder de cojulgar diversos fragmentos de informação para tirar conclusões totalmente extraordinárias e fora do alcance dos demais participantes e das próprias companhias.

22. Considerar essas perspectivas extravagantes levaria a um quadro de total incerteza quanto à aplicação da norma, o que, certamente, não seria salutar para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários.

23. Desta forma, quando a subsidiária divulgou o fato relevante, os acionistas da *holding* já ficaram naturalmente informados sobre a questão, não havendo, *data venia*, considerando as características do caso concreto, razoabilidade no entendimento de que a *holding* também teria a obrigação de divulgar ("replicar") o mesmo fato relevante.

24. Anote-se, inclusive, que, além do histórico de controle inequívoco, já há mais de 20 anos, ambas sociedades utilizavam a expressão "Gerdau" em seus nomes empresariais, não se podendo cogitar que os investidores pudessem desconhecer a evidente relação societária entre Metalúrgica Gerdau S.A. e Gerdau S.A.

25. Nesse contexto, não há dúvida plausível quanto ao fato de que a Metalúrgica Gerdau S.A. controla a Gerdau S.A., e que essa participação é um ativo extremamente relevante para a *holding*.

26. Insisto, como já me manifestei no PAS CVM nº RJ2014/6225, julgado em 18.04.2017, que não se pode caminhar para uma abordagem histórico-formal do dever de divulgação de fato relevante, passando-se a exigir a divulgação por critérios formalísticos, herméticos e descolados do objetivo da regra, que é informar o mercado de forma correta, isonômica e tempestiva³.

27. No caso, considerando as circunstâncias expostas, não tenho dúvida de que a divulgação do fato relevante pela subsidiária aberta certamente atingiu o objetivo de informar o mercado em relação aos reflexos naturais e ordinários que a *holding* pura sofreria. Os investidores não estão dentro de ambientes herméticos que só lhes possibilitariam analisar informações especificamente divulgadas pela *holding*, sem absorver informações relacionada às subsidiárias, mesmo quando a situação de controle fosse evidente e notória, como ocorre no caso.

28. Por cautela, o DRI da *holding* poderia divulgar a informação relevante de sua subsidiária, mas não vislumbro que tenha havido aí qualquer violação às normas que tratam do tema, considerando as circunstância do caso concreto.

29. Ressalve-se, por fim, que o caso está sendo analisado conforme as circunstâncias de fato que lhe são próprias, o que não impede que, em outros casos, quando a situação de controle não for tão evidente, ou se houver algum aspecto específico que afete de forma diferenciada a controladora, possa eventualmente se considerar que a não divulgação do Fato relevante pela *holding* configure infração, tudo a depender das características específicas de cada caso.

30. Do exposto, considerando as características do presente caso, entendo que a informação divulgada pela subsidiária já atingiu os investidores efetivos ou potenciais da *holding*, razão pela qual absolvo André Pires de Oliveira Dias, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da Companhia Metalúrgica Gerdau S.A., da acusação de não divulgação de fato relevante que reproduzisse a mesma informação constante do fato relevante divulgado pela subsidiária Gerdau S.A.

É o voto.

Rio de Janeiro, 30 de maio de 2017.

Gustavo Tavares Borba
Diretor-Relator

¹ Em tese, havendo algum aspecto diferenciado não abarcado pelo Fato Relevante da subsidiária, e que pudesse afetar de forma ponderável e particular a *holding*, não tenho dúvida de que esta deveria, sim, divulgar o Fato Relevante específico. No caso, contudo, essa questão não está posta, uma vez que a acusação se limita a afirmar que a holding deveria “replicar” o Fato Relevante divulgado pela subsidiária.

² Que era, no caso, a mesma pessoa que exercia também o cargo de DRI na subsidiária.

³ Sobre a necessidade de uma interpretação teleológica para essa regra, sintonizada mais com a efetiva divulgação da informação relevante do que com o cumprimento de formalidades, pode-se citar como precedente o PAS RJ2002/1822, que entendeu que o fato relevante já estaria divulgado em ata de assembleia, conforme se verifica no voto proferido pelo Relator Marcelo Trindade: “*Adicionalmente, entendo que se deva aplicar o já tradicional entendimento da área técnica aqui da CVM de que a publicação da ata da assembleia pode suprir, em determinadas circunstâncias, a publicação do fato relevante. Dito de outra maneira: dependendo da situação específica, não haveria necessidade de publicar a ata de uma assembleia que contenha uma deliberação relevante, juntamente com o fato relevante relativo à própria deliberação tomada em assembleia*”;

Na mesma linha é o voto proferido pelo Diretor Relator Marcos Pinto no âmbito do PAS 23/2005: “*Todavia, o diretor de relações com investidores enviou à CVM, no dia seguinte à reunião do conselho, e publicou na imprensa, no segundo dia útil após a reunião, o edital de convocação de assembleia geral, que incluía informações detalhadas a respeito do aumento de capital (...) O simples fato de que essas informações não foram publicadas com o carimbo de ‘fato relevante’, como é praxe no mercado, não é suficiente para condenar os indiciados*”; e

**Declaração de Voto do Diretor Pablo Renteria na Sessão de Julgamento do
Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/8116 realizada em
30 de maio de 2016.**

1. Senhor Presidente, examinando as disposições da Instrução CVM nº 358, de 2002, não me parece que a conduta do diretor de relações com investidores da Metalúrgica Gerdau S.A. tenha sido a mais adequada.

2. A meu ver, à luz do disposto nos artigos 2º e 3º da Instrução CVM nº 358, de 2002, cabia a essa companhia aberta proceder à divulgação de aviso de fato relevante acerca da aquisição, pela sua controlada Gerdau S.A., de participações minoritárias na Gerdau Açominas S.A., Gerdau Aços Longos S.A. e na Gerdau América Latina S.A. por aproximadamente R\$ 1 bilhão.

3. Note-se a propósito que o comando estabelecido no aludido art. 3º é dirigido ao diretor de relações com investidores de cada companhia aberta, de modo que, independentemente do aviso divulgado ao mercado pela Gerdau S.A., cabia ao acusado, na qualidade de DRI da Metalúrgica Gerdau S.A., avaliar se a mencionada operação também constituía fato relevante para os investidores dessa companhia.
4. Examinando as circunstâncias do caso, parece-me acertado concluir que a operação era relevante para os negócios da Metalúrgica Gerdau S.A., uma vez que dizia respeito à aquisição, pela sua controlada e principal investida, de participações societárias em montante significativo. Ademais, sendo a Metalúrgica Gerdau S.A. uma *holding* pura, é de se esperar que os seus investidores tenham especial interesse em atos ou fatos que, embora estejam diretamente relacionados à sociedade investida, sejam capazes de influenciar o seu próprio desempenho financeiro.
5. E, nesse ponto, vale observar que o art. 2º não supõe que a companhia aberta seja parte contratante para que se torne obrigatória a divulgação do negócio na forma de aviso de fato relevante. Ao reverso, a definição de fato relevante, estabelecida no aludido dispositivo, é propositadamente ampla, alcançando todo "ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável" no comportamento dos investidores em relação aos valores mobiliários de emissão da companhia.
6. Em vista disso, parece-me claro que determinado negócio realizado por uma das sociedades controladas, a depender de suas repercussões, pode constituir fato relevante para a companhia *holding*, cujo desempenho financeiro, como se sabe, está diretamente associado ao das sociedades investidas.
7. Ademais, no caso em apreço, a relevância da operação, sob a perspectiva da Metalúrgica Gerdau S.A., é corroborada pela magnitude das oscilações observadas na negociação em bolsa das ações de emissão dessa companhia em 14.07.2015, data da divulgação da operação pela Gerdau S.A.
8. Sendo assim, no estrito cumprimento do art. 3º da Instrução CVM nº 358, de 2002, cabia ao acusado, na qualidade de DRI da Metalúrgica Gerdau S.A., ter divulgado ao mercado fato relevante acerca da referida operação, independentemente de a controlada Gerdau S.A. ter adotado a mesma providência.
9. Acredito que essa interpretação da regulamentação vigente é a que mais se alinha à finalidade da regulação do mercado de valores mobiliários, consistente na mais ampla disseminação no mercado da ocorrência de determinado fato relevante.
10. Não pretendo, com esse raciocínio, sustentar que todas as informações relevantes da controlada devem ser "replicadas" por sua controladora. A meu ver, depreende-se das disposições da Instrução CVM nº 358, de 2002, que compete ao DRI de cada companhia avaliar se o fato em questão é relevante, considerando, exclusivamente, a influência que tal fato poderia ter no comportamento dos investidores da respectiva companhia. Ainda que a função de DRI seja desempenhada pela mesma pessoa nas duas companhias - como observado no caso ora em análise - cabe-lhe proceder a uma avaliação independente para cada uma delas.
11. Em suma, não tendo a Metalúrgica Gerdau S.A. providenciado o aviso de fato relevante, resta, a meu ver, configurada a falha na conduta do DRI, a qual, a rigor, como apontado pela SEP, traduz irregularidade à luz do disposto nos artigos

157, §4º, da Lei nº 6.404/76 e 3º, *caput*, da Instrução CVM nº 358/02. Disso se seguiria, portanto, a penalização do acusado.

12. No entanto, a CVM, na qualidade de órgão regulador de condutas do mercado de valores mobiliários, deve, no exercício da sua atividade sancionadora, guardar estrita observância ao princípio da proporcionalidade, sob pena de subverter a aludida atribuição, desvinculando-a dos propósitos e valores a que deve se orientar, nos termos do art. 4º da Lei nº 6.385/1976.

13. A atividade sancionadora deve, em outras palavras, ser exercida com seriedade e prudência, de modo a desestimular e coibir práticas atentatórias ao bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, sem produzir, todavia, incentivos adversos para os participantes do mercado.

14. Nesse sentido, este Colegiado já teve a oportunidade de ressaltar que: *"(...) em qualquer processo sancionador, o papel do Colegiado vai além do exame da pertinência da acusação e da ocorrência dos fatos. É preciso verificar a significância da infração no caso concreto, de modo a dosar adequadamente a pena, ou mesmo não aplicá-la, quando irrelevante in concreto a falta"*¹.

15. No caso enfrentado neste processo, é inegável o fato irregular constatado pela SEP. No entanto, em razão das peculiaridades do caso, considero que ele carece da reprobabilidade e da relevância indispensáveis a justificar a sujeição do acusado às penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/76.

16. Primeiro, porque, como exaustivamente exposto pelo Diretor-Relator, tudo indica que não houve prejuízo informacional para os investidores da Metalúrgica Gerdau S.A., que, sabedores da estreita e histórica relação mantida por essa companhia com a sua controlada, tinham à sua disposição o aviso de fato relevante divulgado pela Gerdau S.A. e estavam, assim, em condições de reagir tempestivamente às informações ali noticiadas.

17. Segundo, porque o acusado traz, em sua defesa, elementos sobre as práticas de mercado com relação à divulgação conjunta de fato relevante por companhia aberta controladora e controlada, que, ao menos, colocam em dúvida se a interpretação das disposições da Instrução CVM nº 358, de 2002, adotada pela acusação e neste voto se encontrava, à época dos fatos, devidamente disseminada entre os participantes do mercado. À luz dessas evidências, parece razoável supor que o acusado, de boa-fé, pudesse considerar suficiente, para o cumprimento da regulamentação vigente, a divulgação de fato relevante pela Gerdau S.A. Tal fato reforça o meu convencimento de que o caso ora em apreço carece da reprobabilidade indispensável a justificar a sujeição do acusado às penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

18. Por isso mesmo, parece-me oportuno que a CVM proceda à ampla divulgação da interpretação acolhida neste voto, de modo a desempenhar a sua importante função de orientar as companhias abertas quanto à melhor forma de cumprimento das disposições estabelecidas na regulamentação vigente.

19. Em suma, pelas razões acima expostas, acompanho o voto do Diretor-Relator para absolver André Pires de Oliveira Dias da acusação de infração ao disposto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76 e aos artigos 3º, *caput*, e 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

20. É como voto.

Rio de Janeiro, 30 de maio de 2017.

Pablo Renteria
DIRETOR

¹ PAS CVM nº 2005/33, julgado em 05.10.2005, trecho do voto proferido pelo Relator, Presidente Marcelo Trindade.