

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/0577

Reg. Col. nº 9591/2015

Acusados: Márcio Rocha Mello
Milton Romeu Franke
Eduardo de Freitas Teixeira

Assunto: Apurar o eventual uso de informação privilegiada, em infração ao artigo 155, § 1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o disposto no artigo 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.

Diretor-Relator: Gustavo Machado Gonzalez

DECLARAÇÃO DE VOTO

1. Eu também acompanho as conclusões do Diretor Relator e, em relação aos fundamentos, peço licença para divergir pontualmente, pois me parece mais apropriada outra leitura sobre a relação entre fato relevante, a que se refere o art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404, de 1976, e o aviso divulgado pela companhia, por meio de seu diretor de relações com investidores, que revela ao público a ocorrência de tal fato.
2. Como já tive a oportunidade de me manifestar no julgamento do PAS CVM RJ2014/10290, o meio escolhido pela administração para se comunicar com o mercado não constitui mera formalidade. Ao contrário, diz respeito à própria substância da informação transmitida ao público, uma vez que revela a opinião da administração a respeito da sua importância para a precificação dos valores mobiliários emitidos pela companhia.
3. O sistema de recepção de documentos da CVM prevê as categorias “comunicado ao mercado” e “aviso aos acionistas”, além de “ato ou fato relevante”. Desse modo, as companhias abertas dispõem de canais de comunicação adequados para disseminar no mercado as informações que considerem úteis aos investidores, ainda que não se enquadrem na definição de fato relevante. Assim, e consideradas as alternativas existentes, quando decide divulgar determinada informação na forma de aviso de fato relevante, a administração transmite ao mercado a percepção de que, após avaliar os seus possíveis impactos, considerou a informação, efetivamente, relevante.

4. A tarefa de julgar a relevância de determinado fato não é simples, pois vários fatores, além do estritamente financeiro, devem ser considerados. Cuida-se, além disso, de um juízo prospectivo acerca da *potencial influência* que o fato, uma vez divulgado, teria sobre o comportamento dos investidores. Há, nisso, a formulação de um juízo complexo e, inevitavelmente, subjetivo.

5. Por isso que me parece que a decisão de divulgar determinada informação na forma de aviso de fato relevante não é apenas um indício acerca da sua efetiva relevância. Mais do que isso, representa a avaliação autorizada de quem, no sistema atual, é responsável por manter o mercado informado a respeito dos negócios da companhia.

6. Disso se segue que, a princípio, não cabe à CVM substituir-se ao administrador nesse julgamento, revendo a *posteriori* a decisão por aquela tomada. Primeiro porque, em razão do caráter valorativo do exame sobre a relevância de determinado fato, tal revisão se revelaria altamente subjetiva. Segundo porque não me parece certo que as conclusões assim alcançadas pela CVM seriam superiores às do diretor de relações com investidores. Entendo, ao contrário, que, na maioria dos casos, o administrador, que acompanha no dia a dia os negócios da companhia, encontra-se em melhor posição do que a autarquia para avaliar o que é ou não relevante para os investidores.

7. Por isso que, a meu ver, a revisão da CVM só se justifica quando houver razões objetivas que desautorizem a decisão do diretor de relações com investidores, levando a entender que o juízo emitido sobre a relevância de determinada informação foi equivocado à luz das circunstâncias do caso. Esse cuidado, cumpre ressaltar, é devido não só quando o diretor considerou a informação relevante, mas também quando ele entendeu que não era relevante, pois em ambos os casos há de se respeitar o julgamento profissional do administrador.

8. No caso em apreço, contudo, há razões suficientes para desacreditar o juízo emitido pelo DRI da Companhia, como já apontado pelo Diretor Relator em seu voto. Tanto o desdobramento das ações como a celebração da carta de vinculação para a contratação de uma sonda exploratória já haviam sido oficialmente divulgados pela Companhia ao mercado.

9. A área técnica, contudo, seguindo um viés mais formalista, acolheu irrestritamente a tese de que as informações eram necessariamente relevantes, dada a forma escolhida para sua divulgação, sem sequer considerar, na apuração dos fatos, a hipótese de o DRI não ter agido de maneira adequada.

8. A meu ver, há no presente caso elementos que, ao menos em tese, colocam em dúvida a atuação desse diretor, pois ele não apenas divulgou na forma de aviso de fato relevante fatos que já tinham sido objeto de comunicações oficiais da Companhia, como também parece ter agido de maneira intempestiva. Como se sabe, a regra geral, sujeita a poucas exceções, é a *imediata* divulgação do fato relevante, de modo que chama atenção o desdobramento das ações ter sido divulgado, na forma de aviso de fato relevante, um mês após ter sido aprovado em assembleia geral de acionistas. Do mesmo modo, se a carta de vinculação para a contratação da sonda exploratória fosse mesmo relevante, era de esperar que o respectivo aviso fosse divulgado ao mesmo tempo em que a ata da reunião de conselho de administração, e não quinze dias depois.

9. Em suma, acredito que o caso ora em julgamento traz uma boa oportunidade para refletir sobre o aprimoramento dos procedimentos de apuração de **insider trading** conduzidos pelas áreas técnicas da CVM. A meu ver, no curso desses procedimentos, as áreas técnicas devem considerar, entre outras linhas de investigação, a hipótese de o DRI ter se equivocado em seu juízo sobre a relevância da informação supostamente detida pelo **insider**, pois, a depender das conclusões alcançadas, as responsabilidades a serem examinadas serão outras.

É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de dezembro de 2017

Pablo Renteria

Diretor