



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/3402

Reg. Col. nº 0416/2016

Acusados: Almir Guilherme Barbassa

Assunto: Apurar eventual responsabilidade do diretor de relações com investidores da Petróleo Brasileiro S.A. pelo descumprimento ao parágrafo único do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002, combinado com o §4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976.

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

VOTO

I. OBJETO DO PROCESSO

1. Neste processo julgamos se o diretor de relações com investidores da Petrobras¹ violou o artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002, combinado com o §4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976 ao não divulgar fato relevante acerca da adoção de nova metodologia de precificação de combustíveis por ela comercializados pelo menos a partir do dia 05.09.2013, quando foi veiculada notícia acerca do assunto.

2. O relatório de acusação apresenta um histórico bastante abrangente das discussões travadas na Petrobras acerca da possível revisão da política de preço dos derivados de petróleo com maior previsibilidade quanto ao ajuste dos preços do mercado doméstico àqueles praticados no mercado internacional. Com efeito, a SEP narra fatos transcorridos entre agosto de 2012 até o início de 2014 e menciona diversos episódios em que notícias acerca do assunto foram divulgadas pela imprensa especializada e por portais de notícia. Segundo a área técnica, essa profusão de notícias e boatos teria contribuído para a elevada volatilidade nas cotações e volumes negociados pelas ações ordinárias e preferenciais da Petrobras.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3. A SEP ressalta não ter identificado indícios de vazamento de informações na maior parte dos episódios². Por tal motivo, a única acusação efetivamente formulada contra o diretor de relações com investidores diz respeito à suposta não divulgação de fato relevante da Petrobras a partir do mês de setembro de 2013, em vista (i) dos vazamentos de informações relacionadas a estudos visando o estabelecimento de nova precificação de combustíveis pela Companhia e (ii) das oscilações significativas nas cotações e volumes operados com ações Petrobras naquela data³.

II. DEVER DE DIVULGAR INFORMAÇÃO RELEVANTE

4. O conceito de informação relevante é a pedra angular dos regimes de regulação dos mercados de valores mobiliários baseados no princípio do *full and fair disclosure*⁴. É peça chave para que os deveres informacionais impostos aos emissores e participantes do mercado de valores mobiliários sejam racionais e operacionalizáveis, evitando tanto a escassez quanto a sobrecarga de informações⁵⁻⁶.

5. Como ressaltai no voto que proferi no julgamento do PAS CVM nº 26/2010, “a informação relevante desempenha uma tripla função em nossa regulação. Primeiramente, serve como pressuposto do dever de divulgação de informação dos emissores de valores mobiliários. Do mesmo modo, é pressuposto das infrações de uso ou repasse indevido de informação privilegiada. Por fim, serve de medida para analisar a suficiência ou insuficiência das divulgações realizadas ao mercado de acordo com as leis e normas que regem o funcionamento do mercado”.

² Item 18 do Relatório de Acusação, fls. 190.

³ Item 42 do Relatório de Acusação, fls. 195.

⁴ De acordo com o *Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission* de 1977, mencionado por Roberta Karmel em seu clássico *Regulation by Prosecution: “The concept of materiality is the cornerstone of the disclosure system established by the federal securities laws. It serves a variety of functions, operating both as a principle for inclusion and exclusion of information in investor oriented disclosure documents and as a standard for determining whether a communication (filed or otherwise) omits or misstates a fact of sufficient significance that legal consequences should result”*. Apud: KARMEL, Roberta S. *Regulation by Prosecution: the Securities & Exchange Commission versus Corporate America*. Nova York: Simon and Schuster, 1982, p. 231.

⁵ Segundo Alan R. Palmiter: “*When insufficient information is available in securities markets, investors shy from investing – and the markets wither. But when too much information is required and disclosure becomes too costly, businesses avoid securities financing – and again the financial markets whither.*” PALMITER, Alan R. *Securities Regulation*, 3rd ed. Nova York: Aspen Publisher, 2005, p. 69.

⁶ Sobre a sobrecarga de informações cf. PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation* (2003). Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=413180>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

6. No regime brasileiro, a informação relevante deve ser imediatamente divulgada para o mercado⁷. No entanto, reconhece-se que o sigilo é muitas vezes importante para a manutenção do interesse social⁸. Assim, embora os dispositivos legais e regulamentares fixem um regime em que a divulgação é regra e a retenção da informação é exceção⁹, na prática verifica-se que informações relevantes são frequentemente mantidas em sigilo até que o ato ou fato se concretize.

7. A regulação prevê duas situações em que a companhia perde o direito de manter sigilo sobre a informação. Segundo o parágrafo único do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002, os acionistas controladores ou os administradores ficam obrigados “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.”

8. Desse breve resumo depreende-se que a solução do caso envolve duas questões logicamente encadeadas. Em primeiro lugar, deve-se determinar se havia informação relevante no início de setembro de 2013. Em caso afirmativo, cabe analisar se, naquele período, a informação fugiu do controle ou se a cotação, preço ou volume das ações da Petrobras oscilaram de forma atípica.

III. O CONCEITO DE INFORMAÇÃO RELEVANTE

9. No regime brasileiro, informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários emitidos pela companhia ou na decisão dos investidores de vender, comprar ou manter tais valores mobiliários. É o que se depreende da leitura dos artigos 155, §1º, e 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, e do artigo 22, §1º, inciso VI, da Lei nº 6.385/1976,

⁷ V. §4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976: “Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.”

⁸ V. §5º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976: “Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.”

⁹ Artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002: “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.” (sem grifos no original)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

complementados, ainda, pelo artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002¹⁰.

10. Em termos gerais, a definição brasileira está alinhada com a prática internacional. De acordo com um estudo da IOSCO - International Organization of Securities Commissions datado de 2003, *“in a majority of the countries examined, information is material if, when made public, it could (‘would probably’, ‘would be likely to’) substantially (‘considerably’, ‘materially’) influence the price (or value) of securities. This definition is common among many jurisdictions (with differences in meaning attributable to difficulties of translation). Some jurisdiction also limit ‘material’ information to information that is precise (or ‘specific’), but generally do not provide a definition of that term”*¹¹.

11. A relevância de uma eventual alteração na metodologia empregada pela Petrobras para a precificação de combustíveis me parece indiscutível. A Companhia vinha obtendo prejuízos relevantes e progressivos na área de Abastecimento, responsável pela venda de combustíveis no país, por não aplicar o repasse dos preços internacionais aos derivados importados e vendidos no mercado doméstico. Por esse motivo, vinha sendo duramente criticada por alguns participantes do mercado, que entendiam que o governo federal estava mantendo os preços do mercado doméstico abaixo dos preços praticados no mercado internacional para controlar a inflação no país. A alteração na política de preços poderia ter, portanto, um impacto bastante relevante nos resultados da Companhia.

12. A própria Petrobras, vale dizer, divulgou fato relevante em 25.10.2013 para participar ao mercado da aprovação, pela sua diretoria executiva, da nova metodologia de precificação¹². Como já destaquei em outra oportunidade, o fato de a companhia divulgar determinada informação por meio de aviso de fato relevante é um indício importante, ainda que não necessariamente definitivo, de que aquela informação é relevante¹³. Outro ponto que reforça o potencial impacto que

¹⁰ O inciso III do artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002 diz ser também relevante a informação que possa influir de modo ponderável “na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”. Essa formulação de relevância parece, contudo, mais ligada a função que o conceito desempenha como medida da suficiência ou insuficiência das informações divulgadas, razão pela qual não será explorado com maior vagar neste voto.

¹¹ IOSCO. *Insider Trading: How Jurisdictions Regulate It. Report of the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions*. Março de 2003, p. 4. Disponível em <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>>

¹² Fls. 08.

¹³ V. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0577, j. em 11.12.2017, de minha relatoria, em especial itens 13 a 16. Naquela oportunidade, ressaltai que o que torna uma informação relevante é a sua capacidade de influir



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

informações sobre o assunto tinham na cotação das ações é o fato de que no dia 28.10.2013 – primeiro dia útil após a divulgação do fato relevante – as ações ordinárias (PETR3) subiram 9,83% e as preferenciais (PETR4) 7,57%.

13. A defesa não nega que a mudança na política de preços deve ser considerada como uma informação relevante. Questiona, contudo, a conclusão de que essa já seria relevante no início de setembro.

14. Também em linha com a experiência internacional¹⁴, a CVM há muito consolidou o entendimento¹⁵ de que a informação relevante não se refere necessariamente a um fato consumado ou definitivo. De fato, a informação acerca de um determinado fato pode ser relevante independentemente de ele já estar concluído, formalizado ou mesmo de se ter certeza de sua concretização. Nesse sentido, noto que embora a regulação brasileira se refira à informação acerca de um “ato ou fato (...) ocorrido ou realizado” e que outras jurisdições, especialmente as europeias, façam referência a uma informação de “caráter preciso”¹⁶, entende-se que a relevância da

de modo ponderável na cotação de valores mobiliários emitidos pela companhia ou na decisão dos investidores de vender, comprar ou manter aqueles valores mobiliários, e não a forma de sua divulgação.

¹⁴ Nos Estados Unidos, vale mencionar a famosa decisão do *Second Circuit* no caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* (“TGS”), que consagrou o teste de probabilidade-magnitude. *Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co.* 401 F.2d 833 (2d Cir. 1969). Mesmo após o caso TGS, muitas cortes norte-americanas entendiam que o teste de probabilidade-magnitude gerava uma excessiva insegurança e defendiam que, no contexto de uma operação societária, a informação relevante somente surgiria quando houvesse um acordo quanto as principais características do negócio, especialmente o preço das ações e a estrutura da operação (*agreement-in-principle test*). No caso *Basic Inc. v. Levinson* (1988), a Suprema Corte dos Estados Unidos confirmou a validade do teste de probabilidade-magnitude enunciado em TGS, inclusive para os casos de reorganizações societárias e outras operações similares. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). No Direito Comunitário Europeu, vale mencionar a decisão da Corte de Justiça Europeia, o mais elevado tribunal da União Europeia para questões de direito comunitário, no caso *Markus Geltl v. Daimler* (2012).

¹⁵ PAS CVM nº 22/99, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 16.08.2001; PAS CVM nº 16/00, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 05.12.2002; PAS CVM nº 2004/6238, Pres. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 05.10.2005; PAS CVM nº 04/04, j. em 28.06.2006, Pres. Rel. Marcelo Fernandez Trindade.

¹⁶ Nesse sentido, o artigo 7º, item 1, (a), do Regulamento (UE) nº 596/2014: 1. “Para efeitos do presente regulamento, a informação privilegiada engloba os seguintes tipos de informação: (a) A informação com caráter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emittentes ou a um ou mais instrumentos e que, caso fosse tornada pública, seria idônea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados”. O item 2 daquele mesmo artigo define o caráter preciso da informação privilegiada. Cito: “(...) considera-se que uma informação possui um caráter preciso se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes ou razoavelmente previsíveis ou a um acontecimento já ocorrido ou razoavelmente previsível e se essa informação for suficientemente específica para permitir retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito desse conjunto de circunstâncias ou acontecimentos a nível dos preços dos instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados, dos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou dos produtos leiloados com base nas licenças de emissão. Neste contexto, no caso de um processo continuado no tempo destinado a concretizar ou provocar uma determinada



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

informação relativa a um processo em andamento deve ser determinada a partir da ponderação (i) da sua **magnitude** pela (ii) **probabilidade** da sua ocorrência¹⁷.

15. Ou seja, para se verificar se a informação acerca de um fato de concretização incerta é relevante, deve-se estimar o valor esperado do impacto do evento ponderado pelas chances de ele vir a se concretizar. Dessa regra podem-se extrair algumas conclusões. A primeira delas é que a relevância de um mesmo fato pode se modificar ao longo do tempo, conforme sua probabilidade de ocorrência aumenta ou diminui.

16. Outra inferência é que informações sobre um evento prospectivo cujo impacto esperado seja extremamente significativo podem ser relevantes mesmo durante suas fases mais preliminares ou quando suas chances de concretização ainda sejam consideradas diminutas. Não se trata, a toda evidência, de exigir a divulgação de meras conjecturas ou projetos desconexos, mas de reconhecer que as decisões de investimento de pessoas razoáveis não deixam de ser impactadas por certas informações apenas por se tratarem de processos ainda em curso, cujo desfecho ainda é incerto.

17. No caso em tela, a informação se refere a um evento de alto impacto. A Petrobras vinha tendo prejuízos recorrentes e expressivos no segmento de abastecimento em razão do descompasso entre o preço do petróleo no mercado internacional e aqueles praticados no mercado brasileiro. A mudança na política de preços poderia acarretar, portanto, uma melhora expressiva no resultado da Companhia.

18. A defesa alega que não existia fato relevante no início de setembro, e qualquer divulgação naquele momento a respeito de uma nova metodologia seria precipitada. Não se pode ignorar que o mercado há muito especulava sobre a alteração na política de preços, inclusive em razão de declarações prestadas por executivos da companhia¹⁸. Naquele momento, a revisão da referida

circunstância ou acontecimento, não só essa circunstância ou acontecimento futuros podem constituir informação com um caráter preciso como também os passos intermédios desse processo que estão relacionados com a concretização dessa circunstância ou acontecimento futuros.”

¹⁷ O teste de probabilidade-magnitude é elaborado de forma mais sistematizada no voto do Dir. Rel. Pedro Marcilio no PAS CVM nº RJ2006/4776, j. em 17.01.2007 e, desde então, vem sendo recorrentemente empregado. V. p. ex. PAS CVM nº RJ2006/5928, Dir. Rel. Pedro Marcilio, j. em 17.04.2007; PAS CVM nº RJ2013/5793, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 27.01.2015; PAS CVM nº RJ2013/2400, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 18.03.2015; PAS CVM nº RJ2015/12595, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 13.12.2016; PAS CVM nº RJ2014/10290, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 09.05.2017; PAS CVM nº RJ2014/0577, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 11.12.2017; PAS CVM nº 26/2010, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 27.11.2018. A bem da verdade, esses processos seguem em linhas gerais o mesmo entendimento dos precedentes mais antigos citados acima na nota 15.

¹⁸ V. as declarações da presidente da Companhia, Maria das Graças Foster, às fls. 37, e do próprio acusado em 12.08.2013, por ocasião da apresentação dos resultados da Petrobras referentes ao 2º trimestre de 2013.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCLN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

política não era mais uma simples especulação, nem mesmo um fato embrionário. Ao contrário, tratava-se de uma medida que estava sendo concretamente discutida pela diretoria.

19. Em resposta à CVM, a Petrobras indicou que as discussões sobre a nova metodologia teriam se iniciado em 13.08.2013. A data, vale dizer, não se refere a uma decisão do corpo técnico, mas a uma reunião entre a Diretora Presidente e o Diretor de Abastecimento da Companhia. Na mesma resposta, a Petrobras esclareceu também que no dia 05.09.2013 os demais diretores da Petrobras foram formalmente comunicados sobre as discussões acerca da nova metodologia de precificação.

20. O acusado também ressalta que, em 25.10.2013, o conselho de administração analisou uma versão da metodologia que, sem dúvida, era mais madura do que aquela em discussão no início de setembro e, ainda assim, solicitou que fossem elaborados estudos adicionais. Não se nega, contudo, que, no início de setembro, o assunto ainda estivesse em discussões preliminares. Não obstante, a jurisprudência dessa casa é pacífica no sentido de que mesmo fatos não consumados ou definitivos podem configurar uma informação relevante.

21. Ao fim e ao cabo, a discussão quanto à relevância da informação pode ser resumida na seguinte questão: será que a avaliação dos investidores da Petrobras, cuja área de abastecimento vinha sofrendo reiterados prejuízos em razão da política de preços, não seria afetada de forma significativa pela notícia de que a diretoria da companhia estudava uma mudança? Parece-me evidente que sim, e a reação do mercado às divulgações acerca do assunto, inclusive (e especialmente) àquelas feitas pela própria Companhia, corrobora essa percepção. Diante desses fatos, concluo que já existia informação relevante no dia 05.09.2013.

IV. DEVER DE INFORMAR

22. A constatação de que, ao menos desde o início de setembro de 2013, a informação acerca da revisão já era relevante não esgota a questão. Cumpre também saber se a Companhia estava obrigada a divulgar um comunicado na forma da Instrução CVM nº 358/2002.

23. Como ressaltado na introdução, a informação relevante mantida em sigilo para preservar interesse legítimo da companhia deve ser imediatamente divulgada caso escape ao controle, bem como na hipótese de a cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários emitidos pela companhia aberta ou a eles referenciados oscilarem de modo atípico¹⁹. Trata-se de duas hipóteses distintas, mas que podem estar relacionadas. A acusação sustenta que, no início de

¹⁹ Artigo 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SQC Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

setembro, as duas hipóteses, que não se confundem, teriam ocorrido. Por esse motivo, examinarei separadamente as alegações de oscilação atípica e de vazamento.

Oscilação atípica

24. No tocante à existência de oscilação atípica, a acusação alega que as ações da Petrobras experimentaram uma forte valorização e negociaram volumes anormais no pregão de 05.09.2013. A defesa, por sua vez, alega que as ações da Petrobras são historicamente voláteis e que o comportamento dos papéis no indigitado pregão nada teve de normal.

25. O conceito de “oscilação atípica” não é definido por parâmetros objetivos. Segundo o Dicionário Aurélio, é atípico o “que se afasta do normal, do típico”. Ações diferentes não se comportam do mesmo modo, logo o que é normal para uma pode não ser para outra.

26. É esse o ponto de partida da defesa para desconstruir a tese da acusação. Segundo a defesa, as ações da Petrobras tinham um Beta elevado, motivo pelo qual oscilavam de forma mais intensa do que os valores mobiliários emitidos por outras companhias. O Beta é o índice que mede a sensibilidade de um ativo específico em relação ao comportamento de uma carteira de ativos. Quanto maior o Beta do ativo, maiores serão, em média, as suas variações comparadas às variações do mercado. Por tal motivo, ações com Beta elevado (i.e. maior do que 1) são consideradas agressivas enquanto aquelas com Beta reduzido (i.e. menor do que 1) são consideradas defensivas.

27. É adequado que as companhias, ao monitorarem o comportamento dos seus valores mobiliários negociados no mercado, considerem os Betas desses ativos. Não se pode, contudo, admitir que uma companhia cujas ações tenham Betas elevados simplesmente presuma que, no seu caso, o típico é ser atípico.

28. Esse argumento, aliás, contradiz a própria racionalidade subjacente ao indicador, que busca estimar o risco do ativo a partir do comportamento desse e do mercado ao longo de uma série histórica. De fato, o Beta das ações da Petrobras não explica o comportamento dos ativos no pregão de 05.09.2013. A defesa indica que as ações preferenciais da Petrobras (PETR4) apresentavam um Beta de 1,19. Portanto, a cada variação de 1% do Ibovespa a cotação de PETR4 deveria, em média, variar 1,19%. Todavia, no dia 05.09.2013 o Ibovespa experimentou uma avaliação de 1,23% enquanto as ações preferenciais da Petrobras valorizaram-se 5,70%. No mesmo dia, as ações ordinárias (PETR3) experimentaram alta de 5,07%.

29. Também chamam atenção os volumes financeiros negociados no pregão 05.09.2013: R\$343,29 milhões para as ações ordinárias (PETR3) e R\$835,57 milhões para as preferenciais (PETR4), superando as médias registradas nos 23 pregões imediatamente anteriores (que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

abranquem todos os pregões cursados na Bovespa nos 30 dias corridos) em 105,2% e 37,2%, respectivamente. Quando a comparação se restringe aos volumes transacionados no pregão do dia anterior (04.09.2013), as variações são de 210,6% e 34,9%, para as ações ordinárias e preferenciais de emissão da Petrobras, respectivamente.

30. A defesa busca argumentar que essas variações não seriam extraordinárias. Enquanto a acusação analisa a oscilação das ações da Petrobras tomando como referência a maior cotação de cada ativo no pregão, a defesa argumenta que a análise deve ser feita com base nas cotações de fechamento. Por utilizarem metodologias diferentes, a acusação concluiu que as oscilações das ações ordinárias e preferenciais no pregão de 05.09.2013 corresponderam, respectivamente, a 14ª e a 8ª maiores variações dos papéis naquele ano, enquanto a defesa sustenta terem sido, apenas, a 33ª e a 15ª maiores variações.

31. Em termos metodológicos, creio que a razão está com a SEP. A cotação máxima (ou a mínima, em casos de variação negativa) é um critério mais robusto do que o preço de fechamento para aferição de oscilação atípicas. Isto porque a cotação de um ativo listado pode experimentar oscilações elevadas ao longo do dia para, ao final do pregão, voltar a um patamar próximo à cotação na abertura do pregão. Assim, tem-se que em certos casos a simples análise da cotação de fechamento pode não ser suficiente para analisar o comportamento de um valor mobiliário.

32. No entanto, essa discussão metodológica é pouco relevante para a análise. Com efeito, independentemente do valor utilizado, esse argumento da defesa não merece prosperar. A valorização das ações ordinárias e preferenciais da Petrobras no dia 05.09.2013 e, principalmente, os volumes negociados naquele pregão, destoavam bastante dos padrões habituais. Parece-me evidente, portanto, que o diretor de relações com investidores da Petrobras deveria analisar se as ações da Companhia haviam experimentado uma oscilação atípica.

33. Utilizo o verbo “analisar”, pois o simples fato de as cotações, preços ou volumes do valor mobiliário não terem se comportado em linha com os padrões históricos ou com os índices deles extraídos não é suficiente para concluir pela existência da “oscilação atípica” a que se refere o parágrafo único do artigo 4º da Instrução CVM nº 358/2002. Como bem esclareceu o Diretor Pedro Marcilio de Sousa em seu sempre lembrado voto no PAS CVM nº RJ2006/5928, j. em 17 de abril de 2007, é atípica, para fins da regulação da CVM, aquela “oscilação que não pode ser direta e unicamente atribuída a outros fatores que não o conhecimento por alguns de fato relevante ainda não divulgado”. Ou seja, se existem fatos concretos que expliquem a oscilação, essa não é atípica para fins do disposto na Instrução CVM nº 358/2002, e a companhia pode manter sigilo sobre fato relevante ainda não divulgado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

34. Creio que a defesa logrou demonstrar que existiam outras explicações para a valorização do papel no período. A defesa traz trechos de diversas reportagens publicadas naquela semana, inclusive no dia imediatamente subsequente ao pregão em análise, que elencam outros motivos como razões para a alta do papel, dentre os quais a alta do Ibovespa na semana, sinais favoráveis dos Estados Unidos, China e Europa, bem como, especificamente no tocante à Petrobras, a desvalorização do dólar, o pedido de licença de exploração no campo de Lula e os sinais de valorização do preço do petróleo no mercado internacional²⁰. A defesa também comprovou que, naquele mesmo pregão, diversos outros papéis tiveram oscilações relevantes de volume, em linha com o comportamento das ações de emissão da Petrobras.

35. Diante do exposto, caso a acusação tivesse apenas se baseado na suposta oscilação atípica no pregão do dia 05.09.2013, penso que o Acusado deveria ser absolvido, uma vez que existiam outros elementos que, aparentemente, poderiam também justificar as fortes variações no volume e na cotação das ações da Petrobras naquele dia. Há, contudo, também a alegação de que a notícia havia fugido ao controle.

Vazamento

36. Começo essa parte me valendo mais uma vez do voto do Diretor Relator Pedro Marcilio de Sousa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928, no qual restou assinalado que “uma informação escapa ao controle, quando ela é divulgada pela imprensa ou quando ela é objeto de boatos ou rumores de mercado. Nesses, a companhia deverá dar uma declaração franca e clara sobre o assunto, seja para negar ou confirmar a notícia. Caso os boatos ou rumores sejam indicadores de vazamento de informação relativa a ato ou fato relevante, a única forma de corrigir a situação é através de seu rápido esclarecimento”²¹. No mesmo voto, o diretor esclareceu que a exigência de divulgação da informação que escapa ao controle busca colocar todos os participantes no mesmo nível informacional.

37. Conforme já ressaltado, a diretoria da Petrobras vinha desde meados de agosto discutindo uma possível revisão da metodologia de precificação. No início do dia 05.09.2013, justamente na

²⁰ V. p. ex. reportagem “Dólar recua pelo quarto dia consecutivo”, publicada no jornal O Globo de 06.09.2013.

²¹ Ressalto que essa orientação vigorava já na vigência da Instrução CVM nº 31/1984, que dispunha acerca da divulgação de fato relevante antes da edição da Instrução CVM nº 358/2002. De acordo com a Nota Explicativa nº 28/1984, referente à Instrução revogada: “quando houver boatos ou rumores no mercado que estejam afetando a negociação dos valores mobiliários da companhia, uma declaração franca e clara deve ser dada, seja para negar ou confirmar a notícia. Caso os boatos ou rumores sejam indicadores de vazamento de informação relativa a ato ou fato relevante, a única forma de corrigir a situação é através de seu rápido esclarecimento.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

data em que, segundo a Petrobras, toda a diretoria da Companhia foi informada dos estudos, foi divulgada a notícia no portal Pulso de Mercado, indicando que o analista de um importante banco de investimentos havia divulgado aos seus clientes que existiria um “estudo para a criação de uma conta que acumularia diferença para cima ou para baixo entre os preços domésticos e internacionais do petróleo”. A matéria fazia referência a um “mecanismo de ajuste automático” e indicava, inclusive, alguns dos critérios que disciplinariam o seu funcionamento.

38. Por sua vez, a matéria veiculada no jornal Valor Econômico em 07.10.2013 deu mais detalhes acerca do suposto vazamento. Segundo a reportagem, um banqueiro teria relatado ter recebido informações acerca da “possível adoção, pela Petrobras, de um mecanismo automático de ajuste de preços, que poderia mudar totalmente o jogo para a estatal”. A reportagem dizia que a informação teria sido obtida de “insiders políticos e de alguns jornalistas bem relacionados com o governo brasileiro” e discutida com um conselheiro independente da Petrobras.

39. A defesa alega que o teor das reportagens veiculadas em 05.09.2013 e 07.10.2013 não correspondiam exatamente aos estudos que estavam sendo preparados internamente. Ademais, traz elementos que demonstram que já haviam sido publicadas outras notícias na imprensa que mencionavam o “retorno da conta petróleo”, “equalização de preços” e outras expressões similares.

40. O argumento não me convence. Quando da veiculação das duas notícias, a Petrobras efetivamente estava discutindo uma nova metodologia. Ainda que a proposta em estudo não envolvesse o “retorno da conta petróleo” ou se distinguisse, de modo relevante, daquela adotada pela sociedade Colombiana Ecopetrol, o fato mais importante veiculado nas notícias, sem dúvida alguma, foi o de que a Petrobras adotaria um mecanismo automático de ajustes. Esse fato foi posteriormente confirmado pela Companhia, especialmente no fato relevante divulgado no dia 30.10.2013.

41. Por tal motivo, concluo que a informação acerca dos estudos da administração da Petrobras para adoção de uma nova metodologia de precificação escapou ao controle da Companhia ao menos desde o dia 05.09.2013.

42. Há, contudo, outro argumento relevante, que se coloca como uma segunda linha de defesa, baseado na maciça exposição da Petrobras nos veículos de comunicação. Trata-se, a bem da verdade, de fato notório, mas a defesa teve o cuidado de trazer uma série de dados que demonstram,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de modo contundente, que as referências à Companhia nas mais diversas mídias eram frequentes e numerosas²².

43. Diante dessas circunstâncias, a defesa sustenta não ser razoável exigir que o DRI de uma companhia com tamanha exposição midiática conheça e analise todas as notícias que são veiculadas a respeito dessa companhia. Em tese, o argumento é válido. Embora a regulamentação editada pela CVM atribua ao diretor de relações com investidores um dever de monitoramento de mercado, tal dever precisa ser construído a luz do dever geral de diligência²³ e não como uma infração objetiva.

44. A diligência é um dos mais recorrentes argumentos de defesa nos processos instaurados pela CVM. A tese é geralmente construída a partir de citações doutrinárias e precedentes. Muito mais raros são os casos em que os acusados trazem elementos que comprovam sua diligência, muito embora essa se manifeste, sobretudo, a partir da adoção de procedimentos razoáveis e adequados²⁴.

45. Não há uma receita única para ser diligente. Dito isso, parece-me razoável esperar que um DRI adote medidas para monitorar as notícias divulgadas em jornais, portais de notícia e outros veículos acerca da companhia, bem como eventuais oscilações atípicas. A popularização da internet permitiu o surgimento de novos canais de disseminação de notícias, mas a tecnologia também criou novas ferramentas que permitem a captura e o processamento de quantidades

²² Conforme demonstrado pela defesa, no período entre 30.04.2014 e 30.05.2014, a Petrobras foi mencionada 396 vezes no jornal Valor Econômico; 620 vezes no jornal Estado de São Paulo; 436 vezes na Folha de São Paulo; e 378 vezes no Portal Exame. Em relação ao Jornal Infomoney, segundo a defesa, a companhia foi mencionada 100 vezes, no período entre 06.05.2014 e 30.05.2014.

²³ Segundo Luiz Antonio Sampaio Campos, “[a] chave interpretativa do sistema de responsabilidade dos administradores das companhias é o dever de diligência, previsto no artigo 153 da LSA. É ele o guia seguro que permitirá a aplicação adequada e justa do sistema de responsabilidade dos administradores, que, se bem aplicado, a um só tempo não permitirá que se cometam excessos e que se entorpeça a ação, sem deixar os administradores negligentes livres de qualquer responsabilidade. (...) Portanto, a todo o tempo o intérprete deverá, à luz da conduta e da estrutura específica, remeter-se ao dever de diligência para aferir se houve ou não inadequação da conduta.” CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 870-871.

²⁴ Como bem assinalou a Diretora Relatora Ana Novaes no Processo PAS CVM nº RJ2008/9574, j. em 27.11.12: “Ao analisar uma acusação com base no dever de diligência, o ideal seria que o regulador pudesse analisar o processo que levou os administradores da companhia a tomarem determinada decisão. A CVM vem reforçando este entendimento, sendo exemplo claro disto o Parecer de Orientação Nº 35. Assim, quando o objeto da decisão é, por exemplo, particularmente complexo, controverso, ou envolvendo partes relacionadas, é parte do dever de diligência dos administradores mostrarem que tomaram uma decisão de boa-fé e no melhor interesse da companhia.” Especificamente no tocante aos deveres de monitoramento impostos aos diretores de relações com investidores, v. PAS CVM nº RJ2015/1591, de minha relatoria.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

enormes de informação. Ressalte-se, ademais, que embora a responsabilidade seja atribuída ao diretor de relações com investidores, as atividades não são desempenhadas isoladamente por ele, que coordena todo um departamento.

46. Nesse contexto, parece-me evidente que um diretor com relações com investidores pode, em certas situações, se eximir de responsabilidade administrativa por não ter divulgado fato relevante quando a notícia fugiu do controle mediante demonstração de que a companhia possuía controles razoáveis para monitorar o mercado que, todavia, não identificaram um pequeno vazamento²⁵. A decisão final, naturalmente, dependerá das circunstâncias específicas do caso concreto.

47. Ressalto, para que não haja dúvidas, que a regra vigente obriga o diretor de relações com investidores a divulgar a informação que escapa do controle independentemente do tamanho do vazamento. O que se está dizendo aqui é que, em certos casos, um pequeno vazamento pode, eventualmente, passar despercebido mesmo a um diretor diligente, cuja responsabilidade, a toda evidência, requer a demonstração de culpa ou dolo.

48. No caso concreto, a notícia acerca dos estudos em curso para revisão da metodologia de precificação de combustíveis da Petrobras apareceu primeiramente (05.09.2013) em um portal de notícias e não em um jornal de grande expressão. Nos dias seguintes ao vazamento, a notícia não repercutiu em outras mídias.

49. Por todo o exposto, tenho sérias dúvidas se o acusado deveria ser punido caso o vazamento do dia 05.09.2013 tivesse sido um episódio isolado. A bem da verdade, caso o problema tivesse se encerrado ali, o Diretor provavelmente não teria sido acusado, uma vez que a própria CVM somente teve ciência do vazamento quando da publicação, no dia 07.10.2013, da matéria “Encontros entre investidores e empresas desafiam governança” no jornal Valor Econômico.

50. Por outro lado, a partir desse momento, a forma como o acusado se portou me parece inescusável. A reportagem não só fazia referência à relevante mudança da política de preços, conhecida do DRI e já apresentada ao conselho de administração, como também indicava que os boatos estavam circulando no mercado. Em resposta a um ofício encaminhado pela área técnica da CVM, a Petrobras divulga em 08.10.2013 um comunicado ao mercado por meio do qual reitera que não há “datas para alterações de preços e que sua política de convergir preços internos aos

²⁵ Como assinalou o Diretor Otavio Yazbek no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006, j. em 18.02.2013: “Naturalmente, mesmo controles internos bem constituídos são passíveis de falhas, o que não necessariamente enseja a responsabilização dos administradores. Tudo depende, como se afirmou, de um juízo acerca do quão adequada foi a conformação daqueles controles tendo em vista as necessidades concretas da companhia.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

internacionais permanece inalterada”. Informou, ainda, ter tido conhecimento do e-mail supostamente enviado por um integrante do banco de investimento por meio da notícia publicada no jornal. Segundo o comunicado, “o teor central do e-mail seria a possível adoção pela Petrobras de um mecanismo de ajuste de preços ‘nos moldes do adotado pela Ecopetrol, na Colômbia’”, mas que tal “afirmativa deve ser creditada exclusivamente ao autor do referido e-mail”.

51. A resposta da Petrobras foi flagrantemente insuficiente para acabar com a assimetria informacional existente. A CVM há décadas orienta as companhias a emitirem uma declaração franca e clara para confirmar ou negar boatos, rumores ou notícias. Todavia, o diretor de relações com investidores da Petrobras deliberadamente optou por uma interpretação bastante literal da reportagem publicada no valor para evitar divulgar ao mercado as discussões que estavam em andamento.

52. É nítida a tentativa da Petrobras de distorcer a notícia publicada para se furtar de cumprir com a obrigação de transparência. A Companhia chega a expressamente assinalar que “o teor central” da mensagem que teria dado início ao boato seria a adoção de metodologia similar àquela adotada por uma empresa colombiana para evitar discutir o que realmente importa: a possibilidade de adoção de uma fórmula de precificação dos combustíveis que resolvesse as questões de paridade, ainda que de forma diferente do adotado pela petrolífera colombiana.

53. Diante do exposto, concluo que o acusado descumpriu o artigo 6º, parágrafo único, da Instrução CVM 358/2002, combinado com o artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, ao ter se omitido de divulgar fato relevante a respeito dos estudos visando o estabelecimento de nova precificação de combustíveis pela Companhia, especificamente depois do vazamento de 07.10.2013.

V. DOSIMETRIA

54. Passo então à fixação da penalidade a ser cominada ao acusado.

55. Começo assinalando que, nos termos do artigo 18 da Instrução CVM nº 358/2002, infrações àquele normativo são consideradas infrações graves para os fins previstos no §3º do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976.

56. Especificamente no tocante aos processos instaurados para apurar responsabilidade do diretor de relações com investidores pela não divulgação de fato relevante, esse Colegiado habitualmente vem aplicando a penalidade de multa pecuniária. O valor da multa tem variado em razão de diversos fatores, dentre os quais a primariedade do acusado e as características do caso e da companhia emissora dos valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

57. No caso em tela, há de se considerar como atenuante a primariedade do acusado. De outro lado, é preciso sopesar a gravidade dos fatos, e principalmente o fato de se tratar de uma das maiores companhias abertas brasileiras, com uma base expressiva de pequenos investidores. Diante desses fatos, entendo que a falha do diretor de relações com investidores resultou em dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários, razão pela qual se justifica a fixação da multa em patamar mais elevado do que aquele habitualmente praticado, mas ainda assim em linha com precedentes da casa em que a conduta também foi considerada particularmente gravosa²⁶.

58. Por tudo que foi exposto, com fundamento no artigo 11, inciso II, c/c o §1º da Lei nº 6.385/1976, voto pela condenação de Almir Guilherme Barbassa à pena de multa pecuniária no valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais), pelo descumprimento ao parágrafo único do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002, combinado com o §4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 13 de dezembro de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator

²⁶ Cf. Processos Administrativos Sancionadores nº RJ2013/10321 e RJ2013/7916, julgados em 18.03.2015.