



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 2016/7190

Reg. Col. nº 0475/2016

Acusado: Ricardo Furquim Werneck Guimarães

Assunto: Apurar eventual responsabilidade do diretor de relações com investidores da MMX Mineração e Metálicos S.A. pelo descumprimento dos artigos 3º e 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002, combinados 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 MMX¹, Ricardo Furquim, violou os artigos 3º e 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002, combinados com o § 4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976, ao não divulgar fato relevante acerca da decisão do tribunal arbitral na disputa envolvendo a MMX Sudeste, controlada da Companhia, e a Outotec.

II. DEVER DE DIVULGAR INFORMAÇÃO RELEVANTE

2. 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*². É

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.

² 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



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

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 informações³⁻⁴.

3. Como ressaltei no voto que proferi no julgamento do PAS CVM nº 26/2010, a informação relevante desempenha uma tripla função em nossa regulação, pois é (i) pressuposto do dever de divulgação de informação dos emissores de valores mobiliários; (ii) pressuposto das infrações de uso ou repasse indevido de informação privilegiada; e (iii) medida para analisar a suficiência ou insuficiência das divulgações realizadas ao mercado.

4. No regime brasileiro, a informação relevante deve ser imediatamente divulgada para o mercado⁵. No entanto, reconhece-se que o sigilo é muitas vezes importante para a manutenção do interesse social⁶. Assim, embora os dispositivos legais e regulamentares fixem um regime em que a divulgação é regra e a retenção da informação é exceção⁷, na prática verifica-se que informações relevantes são frequentemente mantidas em sigilo até que o ato ou fato se concretize.

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.

³ 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.

⁴ 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>

⁵ 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."

⁶ 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."

⁷ 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

5. 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.”

6. Se qualquer dessas duas situações ocorre, o diretor de relações com investidores é obrigado a divulgar imediatamente a informação relevante que vinha sendo mantida em sigilo. Essa regra não admite modulações: em caso de vazamento ou oscilação atípica, o interesse da companhia não pode continuar justificando o adiamento da divulgação.

III. O CONCEITO DE INFORMAÇÃO RELEVANTE

Considerações gerais

7. 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, VI, da Lei nº 6.385/1976, complementados, ainda, pelo artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002⁸.

8. 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’*

⁸ 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.



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

information to information that is precise (or 'specific'), but generally do not provide a definition of that term”⁹.

9. São também relevantes as informações capazes de 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 referenciados¹⁰”. As referências a essa hipótese, prevista no terceiro inciso do artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002, são muito mais raras do que as feitas aos incisos antecedentes do mesmo dispositivo, talvez porque a esmagadora maioria das discussões até hoje travadas na CVM giraram em torno de casos nos quais se discutia se determinada informação era ou não *price sensitive*.

Relevância de fatos não definitivos, concluídos ou formalizados

10. Também em linha com a experiência internacional¹¹, a CVM há muito consolidou o entendimento¹² 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

⁹ 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>>

¹⁰ Artigo 2º, III, da Instrução CVM nº 358/2002.

¹¹ 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 Gelil v. Daimler* (2012).

¹² 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.



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

preciso”¹³, entende-se que a relevância da informação relativa a um processo em andamento deve ser determinada a partir da ponderação (i) da sua magnitude pela (ii) probabilidade da sua ocorrência¹⁴.

Análise circunstanciada, à luz das informações já disponíveis

11. O que define a relevância de determinado ato ou fato não é a sua natureza, mas seu potencial de influir, de modo ponderável, nas decisões dos investidores.

12. Assim, a análise de relevância nos casos concretos deve sempre ser feita de forma circunstanciada, considerando, dentre outros elementos, as informações já disponíveis. Ou seja, quando se discute a relevância de uma informação referente a algo que já é, em alguma medida, conhecido, deve-se avaliar a relevância dos fatos novos, ainda não divulgados, à luz daquilo que todos já sabiam¹⁵.

¹³ 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 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.”

¹⁴ O teste de probabilidade-magnitude foi 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 14.

¹⁵ Sobre esse ponto, vale transcrever trecho da decisão da Suprema Corte norte-americana no já citado caso *Basic Inc. v. Levinson* (1988): “the materiality requirement is satisfied when there is a ‘substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as **having significantly altered the “total mix” of information made available.**” (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

III. INAPLICABILIDADE DA *BUSINESS JUDGMENT RULE* À ANÁLISE DE RELEVÂNCIA

13. Começo o exame dos argumentos da defesa pela alegação de que a avaliação do diretor de relações com investidores de que a decisão arbitral de janeiro de 2016 não caracterizaria fato relevante deve ser analisada à luz da regra da decisão negocial (*business judgment rule*).

14. A *business judgment rule* é um dos mais importantes padrões de revisão¹⁶⁻¹⁷ adotados para verificar o cumprimento dos deveres fiduciários. Em apertada síntese, a referida regra determina que as decisões negociais dos administradores sejam, a princípio, analisadas a partir do processo que o levou à decisão¹⁸, não devendo avançar em um exame de mérito.

15. Contudo, nem toda decisão tomada pelos administradores deve ser considerada uma decisão negocial¹⁹. Essa categoria abrange aquelas decisões relacionadas com a

Em sentido similar, o considerando 14 do Regulamento (UE) nº 596/2014: “(14) Os investidores razoáveis baseiam as suas decisões de investimento nas informações colocadas à sua disposição, isto é, informações disponíveis ex ante. Por conseguinte, **a questão de saber se um investidor razoável, ao tomar a sua decisão de investimento é suscetível de ter em conta uma dada informação, deverá ser apreciada com base na informação disponível ex ante.** Esta avaliação deve ter em conta o impacto previsível das informações, à luz do conjunto das atividades do emitente com elas relacionadas, a fiabilidade da fonte de informação e quaisquer outras variáveis do mercado que, nas circunstâncias em causa, possam afetar os instrumentos financeiros, os contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou os produtos leiloados com base nas licenças de emissão.” (Sem grifos no original)

Também nesse sentido se posicionou o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM) em seu Pronunciamento de Orientação nº 5: “Com o intuito de evitar a proliferação de publicações desnecessárias, os eventos relacionados com o Ato ou Fato Relevante devem ter o seu significado e sua importância analisados no contexto das atividades ordinárias e da dimensão da companhia e não isoladamente. Recomenda-se evitar a banalização das divulgações de Atos ou Fatos Relevantes, que pode prejudicar a qualidade da análise das referidas informações pelo mercado.”

¹⁶ Sobre a distinção entre padrões de conduta e padrões de revisão, v. EISENBERG, Melvin Aron. *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*. 62 Fordham Law Rev. 437 (1993). Disponível em: <http://ir.lawnet.fordham.edu/fr/vol62/iss3/1>. Tive a oportunidade de tratar do assunto com maior vagar no voto que proferi no PAS CVM nº RJ2013/11703, j. em 31.07.2018.

¹⁷ A doutrina, em especial a norte-americana, diverge quanto à natureza da *business judgment rule*, havendo quem a considere uma presunção, um padrão de diligência, uma regra de abstenção ou um padrão de revisão. Para um resumo dessa discussão, cf. SMITH, D. Gordon, *The Modern Business Judgment Rule*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2620536>.

¹⁸ Nomeadamente, verifica-se se as decisões foram tomadas de modo informado, refletido e desinteressado. V. os votos do Dir. Rel. Pedro Marcilio no PAS CVM nº 2005/1443 e no PAS CVM nº 21/2004, j. respectivamente em 10.05.2006 e 15.05.2007.

¹⁹ PAS CVM nº 09/2009, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21.07.2015; PAS CVM nº 2014/6517, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 27.05 e 25.06.2019.



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

condução dos negócios da companhia: adquirir ou alienar determinado ativo, investir ou não no desenvolvimento de um novo produto, definir o *mix* adequado entre capital próprio ou de terceiros, contratar ou demitir funcionários, para mencionar alguns exemplos. São decisões para as quais não existe uma resposta ótima. Nesses casos, busca-se respeitar a discricionariedade dos administradores e criar um ambiente que lhes permita assumir riscos e tomar decisões arriscadas, inovadoras e criativas sem medo de serem responsabilizados em caso de insucesso²⁰. Esse importante objetivo é alcançado pela *business judgment rule*.

16. Questões diretamente relacionadas à observância de obrigações fixadas em lei, regulamento ou estatuto não são decisões negociais. Isto porque não há, nesses casos, margem de discricionariedade para decidir quanto ao cumprimento de tais obrigações. O administrador não pode alegar que uma decisão informada, refletida e desinteressada o levou a concluir pela violação do comando que estava obrigado a cumprir²¹. Conseqüentemente, nessas hipóteses a análise da CVM não pode se restringir aos aspectos procedimentais.

17. A avaliação quanto à relevância de determinada informação é uma das hipóteses que não podem ser equiparadas a uma decisão negocial. Trata-se de um juízo de incidência normativa, como bem destacou a então Diretora Luciana Dias no julgamento do já referido PAS CVM nº 09/2009:

“No caso da divulgação de fatos relevantes, o que se discute é o cumprimento, ou não, de uma regra de transparência, cabendo à administração a responsabilidade de identificar se a realidade fática se encaixa à definição legal e regulamentar de fato relevante. Em virtude disso, não vislumbro nessa decisão qualquer caráter relacionado ao negócio da companhia administrada.”

18. De outro lado, não se pode ignorar que o conceito de informação relevante é propositadamente aberto e que sua aplicação aos casos concretos envolve um juízo

²⁰ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991, pp. 93-94.

²¹ Por vezes, a norma confere ao administrador certa margem de discricionariedade. Desde que observe as balizadas fixadas nas normas aplicáveis, o juízo discricionário do administrador é considerado uma decisão negocial e pode, portanto, estar protegido pela *business judgment rule*. Por exemplo, a Lei nº 6.404/1976 contém um regime bastante detalhado para apuração do resultado de exercício e destinação do lucro, sendo certo, todavia, que desde que observados os preceitos legais, os administradores têm liberdade para propor à assembleia a destinação de resultado que, no seu julgamento, melhor atenda aos interesses 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

altamente complexo e subjetivo. Pessoas capacitadas e razoáveis podem discordar – e não raro discordam – quanto à relevância de uma determinada informação.

19. Por esse motivo, entendo que a CVM deve ter certa deferência ao juízo de relevância feito pelo DRI. Essa deferência, decerto, não exime a CVM de examinar se determinada informação era ou não relevante²² – e assim fazemos frequentemente, seja em casos que analisam deficiências na divulgação, seja em processos que apuram o uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*) – mas conduz à conclusão de que, ainda que venhamos a discordar do julgamento do DRI, a esse não deve ser imputada responsabilidade quando sua avaliação era razoável e justificável no contexto em que foi feita e pautada pelos critérios estabelecidos pela Lei nº 6.404/1976 e pela Instrução CVM nº 358/2002²³.

20. Por se tratar de um juízo de incidência normativa, a princípio podem ser consideradas razoáveis as decisões fundamentadas, que considerem as características do caso concreto à luz dos critérios estabelecidos no artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002. Essa análise de razoabilidade, é importante destacar, não se confunde com o clássico teste de diligência baseado em aspectos procedimentais. O DRI não pode se escudar em procedimentos essencialmente formais para afastar o risco de questionamento quanto à observância de seu dever de tempestivamente divulgar informações relevantes ao mercado.

IV. CASO CONCRETO

21. Passo, por fim, ao exame do caso.

²² Sobre o assunto, me reporto ao que disse no julgamento do PAS RJ2014/0577, j. em. 11.12.2017, do qual fui relator. No mesmo sentido, já se manifestou o Diretor Pablo Renteria no âmbito do PAS CVM nº RJ2012/10069, j. em 30.03.2015: “Concordo com o Acusado que competia à administração da Companhia ponderar se a deliberação assemblear, que autorizou a venda da participação na Parmalat, configurava, à luz da regulamentação, fato relevante. No entanto, se é verdade que a CVM não deve se substituir ao administrador na avaliação do que seja fato relevante ou não, também me parece verdade que a decisão do administrador, nesse tocante, não se afigura discricionária, devendo, ao reverso, pautar-se nos critérios, já mencionados, estabelecidos no art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002. Desta feita, caso se apure que o administrador dispunha, no caso concreto, de informações que indicassem, de modo ponderoso, a relevância de determinada informação, a CVM tem o dever de responsabilizar o administrador que, contrariamente ao comando do referido dispositivo regulamentar, decidiu por não divulgá-la na forma de aviso de fato relevante”.

²³ Nesse sentido, MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015, p. 228.



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

22. Começo assinalando que as obrigações de confidencialidade previstas nos regulamentos de certas câmaras arbitrais não eximem as companhias abertas de cumprir as obrigações informacionais a que estão sujeitas.

23. Quando o procedimento arbitral que envolve companhia aberta constitui uma informação relevante, a regra geral é a da imediata divulgação. Repiso que a informação relevante não é somente aquela que pode influir de modo ponderável no preço ou nas decisões de investimento, como também aquelas que possam afetar a “decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.” Como nos demais casos, a informação pode, no interesse da companhia, ser mantida em sigilo, desde que não escape ao controle, nem se verifiquem oscilações atípicas.

24. Indo adiante, assinalo que, desde o início da disputa, MMX e Outotec adotaram posturas diametralmente opostas no tocante à divulgação de notícias acerca do litígio.

25. De um lado, a Outotec regularmente divulgava ao mercado informações acerca do procedimento arbitral. Em 27.12.2013, por exemplo, noticiou o início da arbitragem²⁴. Em 27.01.2016, a decisão arbitral²⁵. Nas duas oportunidades, as notícias repercutiram em canais especializados, incluindo o Portal de Notícias.

26. Nas duas oportunidades, a MMX não fez qualquer divulgação oficial. Em função da arbitragem, em 2014 a Companhia registrou uma provisão para fornecedores da MMX Sudeste, sem, contudo, identificar o montante relativo à disputa com a Outotec ou fornecer informações acerca da referida arbitragem. A divulgação detalhada surgiu somente nas demonstrações financeiras relativas ao exercício encerrado em 31.12.2015.

27. Se a arbitragem consistia em uma informação relevante, teria ocorrido uma falha informacional já no final de 2013, com a divulgação da primeira notícia sobre o assunto pela outra parte – que, inclusive, repercutiu em canais especializados. Com efeito, estaria ali caracterizada a perda de controle, o que impediria a MMX de manter sigilo – melhor

²⁴ Disponível em: <https://www.outotec.com/company/media/news/2013/outotec-and-mmx-sudeste-mineracao-s.a.-enter-into-legal-dispute-over-contractual-obligations-in-a-filter-delivery/>. Último acesso em 09.05.2018.

²⁵ Disponível em: <https://www.outotec.com/company/media/news/2016/final-arbitral-award-in-outotecs-and-mmx-sudeste-mineracaos-dispute-over-contractual-obligations-in-a-filter-delivery/>. Último acesso em 09.05.2018.



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

dizendo, de não divulgar fato relevante – sob o argumento de que a não divulgação buscava proteger o interesse legítimo da Companhia.

28. Não foi essa, todavia, a acusação feita contra Ricardo Furquim. As divulgações realizadas no final de 2013 e no início de 2014 são, todavia, imprescindíveis para o exame da relevância da informação divulgada no início de 2016, pois indicam quais informações o mercado já dispunha acerca da arbitragem.

29. A Acusação analisa os impactos da decisão arbitral nas demonstrações contábeis da MMX para defender a relevância da informação. Aponta, nessa direção, que a decisão proferida resultou em um impacto de aproximadamente R\$ 60 milhões, referente à baixa da provisão existente em 31.12.2015. Vista isoladamente, a reversão da provisão representou aproximadamente **(i)** 6,8% do passivo circulante e **(ii)** 5,3% do passivo total em 31.12.2015, bem como **(iii)** 62,4% do resultado daquele exercício.

30. Parece-me, contudo, mais adequado que a análise de relevância considere o “efeito líquido” da decisão arbitral na contabilidade da Companhia. Assim, deve-se deduzir da receita decorrente da reversão da provisão a despesa decorrente da baixa do ativo. Nessa hipótese, tem-se que o impacto positivo foi substancialmente menor, de aproximadamente R\$19,6 milhões²⁶, correspondente a, aproximadamente, **(i)** 2,2% do passivo circulante em 31.12.2015, **(ii)** 1,7% do passivo total naquela mesma data, bem como a **(iii)** 20,2% do resultado daquele exercício.

31. Do outro lado, a defesa enfatiza os aspectos financeiros para concluir pela irrelevância da informação. O valor do desembolso efetivo – isto é, aquele que deveria ser pago a Outotec além dos valores que já haviam lhe sido antecipados – corresponde a, aproximadamente, **(i)** 0,13% do passivo circulante; **(ii)** 0,46% do passivo não circulante; e **(iii)** 0,46% das receitas da MMX. Assinale-se, ademais, que o valor a maior a ser pago à Outotec consistia em crédito a ser habilitado no âmbito do processo de recuperação judicial da MMX Sudeste.

32. A defesa também busca descaracterizar a relevância dos impactos contábeis, indicando que a baixa da provisão relativa à decisão arbitral corresponderia somente a **(i)** 6,86% do passivo circulante, **(ii)** 25,53% do passivo não circulante; **(iii)** 5,31% do passivo total; e **(iv)** 8,24% do patrimônio líquido.

²⁶ Nota Explicativa 1 às Demonstrações Financeiras relativas ao exercício social encerrado em 31.12.2015.



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

33. Tenho para mim que alguns desses percentuais, inclusive daqueles trazidos pela defesa, são bastante elevados e indicam que a decisão arbitral consistia, de fato, em uma informação relevante.

34. Essa conclusão, contudo, não é óbvia. Ao contrário. Nesse sentido, noto que a cotação das ações da MMX não oscilou de modo relevante quando a notícia foi divulgada pela Outotec e, posteriormente, pelo Portal de Notícias. Embora não seja necessariamente determinante para o exame de relevância – que se relaciona com o potencial de influir, de modo ponderável, na cotação do valor mobiliário ou do seu volume de negociação, e não com a efetiva variação desses indicativos – a reação da cotação à divulgação da notícia é um indicativo da importância que lhe atribuiu o mercado. No caso em tela, os dados trazidos, embora não conclusivos²⁷, parecem, de fato, corroborar a conclusão do acusado de que a notícia não era relevante²⁸.

35. Ademais, creio que existem bons argumentos para justificar a decisão do acusado de não considerar aquela informação como um fato relevante.

36. Além do já referido diminuto impacto financeiro da decisão, é importante reconhecer que havia à época outros processos envolvendo a MMX Sudeste e seus fornecedores que envolviam valores muito maiores do que aqueles em disputa com a Outotec. Um exemplo era o litígio com a MRS Logística S.A. referente ao contrato de prestação de serviço de transporte ferroviário de carga. As companhias chegaram a um acordo em 02.10.2015, que possibilitou que a Companhia revertesse uma provisão de R\$632 milhões – ou seja, mais de 10 vezes maior do que aquela feita em decorrência da disputa com a Outotec – e reconhecesse nas demonstrações o montante de R\$225

²⁷ Esse tipo de análise não pode se limitar ao exame isolado do comportamento do papel. Deve, por exemplo, considerar como o mercado se comportou no mesmo período, o beta histórico do papel, o comportamento de outras ações do setor etc.

²⁸ Nesse sentido, cito novamente o Regulamento (UE) nº 596/2014, que dispõe em seu considerando 15: “15. A informação *ex post* pode ser utilizada para verificar a presunção de que os preços são sensíveis à informação *ex ante*, mas não deverá ser utilizadas contra pessoas que tenham extraído conclusões razoáveis das informações *ex ante* colocadas à sua disposição”. Cf. também o voto do Diretor Relator Pedro Marcílio e a manifestação do Presidente Marcelo Trindade no PAS CVM nº 2006/4776, j. em 17.01.2007; PAS CVM nº RJ2006/5928, Dir. Rel. Pedro Marcílio, j. em 17.04.2007; e PAS CVM nº RJ2012/3168, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 13.11.2012; a manifestação de voto do Dir. Roberto Tadeu no PAS CVM nº RJ2013/5793, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 27.01.2015; PAS CVM nº 2014/2050, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 18.03.2015.



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

milhões, relativo ao compromisso assumido em conjunto pela MMX e pela MMX Sudeste²⁹.

37. Noto, ademais, que, desde o início da arbitragem que contrapunha a sua subsidiária e a Outotec, a MMX não fez qualquer divulgação específica acerca do assunto, o que denota consistência na sua avaliação de que o referido procedimento não configurava uma informação relevante.

38. Assim, embora creia que a informação era, de fato, relevante, não me parece razoável que seja imputada responsabilidade ao acusado por não tê-la divulgado na forma exigida pela Instrução CVM nº 358/2002, uma vez que esse demonstrou ter uma série de fundamentos para ter concluído em sentido contrário. Como já mencionei, tendo em vista se tratar de juízo complexo e altamente subjetivo, entendo que decisões razoáveis e abalizadas, não devem ser censuradas, ainda que venhamos a delas discordar, principalmente quando consistentes com o padrão de divulgação da companhia. No caso em tela, embora julgue que a decisão não foi a mais acertada, não vejo como considerá-la irrazoável.

39. Antes de encerrar, gostaria de ressaltar que, mesmo diante da conclusão de que não havia informação relevante, após a publicação da notícia pelo Portal de Notícias o DRI deveria ter feito alguma divulgação para esclarecer as informações ali veiculadas. Nas palavras do então Diretor Pedro Marcílio, o DRI deve também “atuar preventivamente, impedindo que informações incorretas sejam tidas como verdadeiras, mesmo quando divulgadas por terceiros. Ele também tem o poder de complementar informações incompletas e divulgar informações não conhecidas.”³⁰

V. CONCLUSÃO

40. Diante de todo o exposto, voto pela absolvição de Ricardo Furquim Werneck Guimarães da acusação de descumprimento dos artigos 3º e 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002, combinados com o § 4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976.

É como voto.

²⁹ V. *press release* referente ao ITR do 3º trimestre de 2015 e as Notas Explicativas 1 e 7 às Demonstrações Financeiras relativas ao exercício social encerrado em 31.12.2015.

³⁰ PAS CVM nº RJ2006/5928, Dir. Rel. Pedro Marcílio, j. em 17.04.2007.



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

Rio de Janeiro, 9 de julho de 2019

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator