



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.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.007550/2019-05

Reg. Col. nº 1833/20

Acusado: David Moise Salama

Assunto: Apurar eventual descumprimento ao disposto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002

Relator: Diretor Alexandre Costa Rangel

Voto

I. Objeto

1. Este Processo¹ trata da Acusação² formulada pela Área Técnica em face do Acusado, na qualidade de diretor de relações com investidores da CSN pelo período de 30.05.2016 a 26.03.2018.
2. Conforme descrito em maiores detalhes no Relatório, a Área Técnica concluiu que o Acusado descumpriu o disposto no art. 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002 c/c o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, considerando que **(i)** as informações presentes na Notificação INEA demandariam a divulgação de um fato relevante, nos termos do art. 2º, parágrafo único, incisos XIX e XXII, da Instrução CVM nº 358/2002; e **(ii)** as informações presentes nos Fatos Relevantes não teriam sido divulgadas de modo completo, claro, preciso e em linguagem acessível ao público investidor.
3. Organizo este voto da seguinte forma: **(i)** nesta primeira seção, introduzo em linhas gerais o objeto do Processo; **(ii)** na segunda, faço breves considerações sobre os fundamentos teóricos do dever de divulgação de informações no mercado de valores mobiliários; **(iii)** na terceira, aplico tais conceitos à análise de autoria e materialidade proposta pela Acusação no

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório que antecede este voto (“Relatório”).

² Doc. 0812866.



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
www.gov.br/cvm

caso concreto; e (iv) na quarta, encerro com a conclusão.

II. Dever de divulgação de informações no mercado de valores mobiliários

4. A obrigação de divulgação de fatos relevantes consubstancia um pilar estrutural do regime jurídico de tutela da informação no mercado de valores mobiliários. Não se trata de uma exigência isolada, mas de um dos mais relevantes desdobramentos do princípio do *full and fair disclosure*³. A preocupação com a informação e transparência confunde-se com a própria essência da regulação do mercado de capitais⁴, representando um de seus principais objetivos⁵.

5. A qualidade e quantidade de informações sobre emissores recebem tamanha atenção, dentre outros motivos, em virtude da preocupação com um processo adequado de formação dos preços dos valores mobiliários dos respectivos emissores negociados no mercado. A obrigatória divulgação de informações⁶ aumenta consideravelmente as chances de uma adequada precificação e negociação de ativos⁷, o que, por sua vez, também se relaciona fortemente com o próprio fundamento de existência e desenvolvimento do mercado de capitais como um ambiente de negociação de valores mobiliários seguro e confiável, sem assimetrias informacionais.

6. A assimetria de informações é reconhecida universalmente como uma das grandes categorias de falhas de mercado⁸, eventos pontuais que justificam a regulação estatal na

³ A obrigação de divulgação de fatos relevantes representa a “*institucionalização do dever de divulgação, de forma a alcançar o público em geral, e o mercado de títulos, em particular, constitui-se, nas últimas décadas no ponto basilar da política legislativa em relação às companhias abertas*” (Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. O dever de divulgar fato relevante e a obrigação de manter sigilo na oferta pública para aquisição de controle. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. A Lei das S.A. Pareceres. v. 2., parte III, 2a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 380).

⁴ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III – 2ª Edição Revista e Ampliada – Artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 158-159.

⁵ “*Why securities regulation? The most immediate goal of the securities law provisions we focus on in this chapter is to provide market participants with a better disclosure environment. When supported by an active market where traders compete to realize gains from new information, a well-functioning disclosure system increases the ‘informativeness’ of market prices, often referred to as the market’s ‘informational efficiency.’ Furthermore, effective sanctions for misleading statements increase the veracity of disclosures, meaning investors can rely on them more safely.*” (KRAAKMAN, R. et al. (Orgs.). The Anatomy of Corporate Law A Comparative and Functional Approach. 3rd ed. Oxford, 2017, p. 352-353).

⁶ A referida obrigatoriedade, por sua vez, encontra fundamento, justamente, na maior efetividade frente ao *disclosure* voluntário: “*Nonetheless, the strongest arguments for a mandatory disclosure system may be efficiency-based. Empirical data strongly suggests that the adoption of a mandatory disclosure system reduced price dispersion and thereby enhanced the allocative efficiency of our capital markets.*” (COFFEE JUNIOR, John C. Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System. Virginia Law Review, v. 70, n. 4, p. 717-753, may, 1984, p. 751-752. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1073083>).

⁷ DIAS, Luciana Pires. Regulação e Auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários. 172 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. p. 100-101.

⁸ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 3ª ed. Massachussets: Addison Wesley Longman. 2000. pp. 40-43.



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
www.gov.br/cvm

economia, ao lado do monopólio, das externalidades e dos bens comuns⁹.

7. Dessa forma, a transparência deverá ser suficiente e adequada, possibilitando a disseminação de todas as informações materiais relacionadas aos emissores e respectivos valores mobiliários de sua emissão. O conjunto de regras não se propõe a estimular o excesso de informações, o que, por óbvio, pode produzir efeito contraditório e prejudicar a utilidade da obrigatoriedade de divulgação em questão¹⁰, sem que sejam ignorados, ainda, os respectivos custos envolvidos com o referido *disclosure*.

8. É nesse sentido que se pode dizer, em suma, que o racional jurídico que assegura a divulgação tempestiva e completa de informações no mercado de valores mobiliários visa a **(i)** proteger investidores e, por conseguinte, elevar a confiança e promover o desenvolvimento do próprio mercado de forma justa; **(ii)** equalizar os custos de agência envolvidos, servindo, assim, como ferramenta de redução das assimetrias informacionais; **(iii)** assegurar que os preços representem a totalidade das informações relevantes; **(iv)** controlar a seleção adversa de emissores no mercado de valores mobiliários; e **(v)** conferir maior efetividade ao sistema de responsabilidades por infrações no mercado¹¹.

9. Os conceitos acima elencados encontram guarida, em termos gerais, na regulação do mercado de capitais brasileiro desde a concepção das funções da CVM, prescrita na Lei nº 6.385/1976. Dentre tais funções, cabe destaque para o mandato legal da Autarquia de assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, representado, justamente, pela adequada precificação dos ativos em negociação, possibilitando uma alocação mais eficiente de recursos entre poupadores e tomadores¹².

10. De forma mais concreta, as obrigações inscritas no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976

⁹ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin. *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice*. Oxford University Press, 1999. pp. 11-17.

¹⁰ Paredes, Troy A., *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation* (June 1, 2003). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=413180>.

¹¹ Nesse sentido, confira-se **(i)** ENRIQUES, Luca; GILOTTA, Sergio. *Disclosure and Financial Market Regulation* (April 11, 2014). Chapter in *The Oxford Handbook on Financial Regulation*, edited by Eilís Ferran, Niamh Moloney, and Jennifer Payne, (Oxford University Press), European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper nº 252/2014, Oxford Legal Studies Research Paper nº 68/2014. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2423768>; e **(ii)** PITTA, André Grünspun. *As funções da informação no mercado de valores mobiliários: Uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. p. 214.

¹² CEREZETTI, Sheila Christina Neder, art. 4º in CODORNIZ, Gabriela, PATELLA, Laura (coord.) *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p.118.



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
www.gov.br/cvm

e na então vigente Instrução CVM nº 358/2002¹³ determinam a imediata divulgação de informações materiais sob a forma de fatos relevantes pelas companhias abertas. Desse modo, assegura-se ao público em geral – acionistas, potenciais acionistas, qualquer terceiro com alguma espécie de relacionamento com o emissor, *stakeholders* etc – acesso concomitante às informações que podem influenciar a cotação de ativos no mercado, promovendo maior eficiência no processo de formação de preços dos respectivos valores mobiliários.

11. Nos termos da regulamentação aplicável, são reputados como informações materiais quaisquer atos ou fatos de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorridos ou relacionados aos negócios de uma sociedade anônima de capital aberto, desde que possam influir de modo ponderável na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários¹⁴.

12. Trata-se de um comando razoavelmente aberto, que deve ser analisado levando-se em consideração as características e especificidades de cada caso concreto. Nesse sentido, cabe ao administrador responsável fazer um juízo de probabilidade e materialidade a respeito do impacto de uma determinada informação sobre as decisões de investimento supracitadas. Na mesma linha, não se exige que haja efetiva oscilação atípica na cotação do ativo para que se esteja diante de um fato relevante. É importante que o administrador reflita, sempre em bases razoáveis, sobre o potencial impacto do ato ou fato sobre o patrimônio da companhia, por mais improvável que sua efetiva realização lhe pareça¹⁵.

13. Além da materialidade em si, outra questão sensível consiste na definição do marco temporal correto de divulgação da informação – sem deixar de observar, por outro lado, os

¹³ Posteriormente revogada e substituída pela Resolução CVM nº 44/2021, no contexto das revisões e consolidações determinadas pelo Decreto nº 10.139/2019, sem alterações substanciais.

¹⁴ Conforme art. 2º, *caput* e inciso II, da Instrução CVM nº 358/2002, posteriormente substituído pelo art. 2º, *caput* e inciso II, da Resolução CVM nº 44/2021.

¹⁵ “Muitas vezes, no entanto, o fato não traz um impacto direto mensurável e a análise de sua relevância é mais difícil. O início de uma demanda judicial contra a companhia ou a concessão de um empréstimo, por exemplo. Ambos podem ser neutros, pois a demanda judicial pode ser julgada improcedente e o empréstimo, concedido em taxa similar ao custo de captação, pode ser pago pelo credor e, em ambos os casos, não há, nesse momento inicial, a certeza sobre o resultado futuro. Ocorre que, em ambos os casos, por mais improvável que possa ser, o resultado pode ser negativo e o impacto na situação patrimonial da companhia, relevante. Com relação a esses tipos de fato, o administrador da companhia aberta deve ponderar o impacto potencial pela sua probabilidade, de modo a definir a relevância. Além dessa primeira análise, o administrador deve, de tempos em tempos, reponderar a magnitude do impacto potencial pela probabilidade de sua ocorrência para decidir se a mudança em qualquer um desses fatores tornou relevante o fato que assim não foi considerado inicialmente” (PAS CVM nº RJ2006/4776, Diretor Relator Pedro Marcilio, j. 17.01.2007). Consagrado no referido precedente, o juízo foi aplicado posteriormente também em diversos outros casos na Autarquia, como o (i) PAS CVM nº RJ2006/5928, Diretor Relator Pedro Marcilio, j. 17.04.2007; (ii) PAS CVM nº RJ2013/5793, Diretora Relatora Luciana Dias, j. 27.01.2015; (iii) PAS CVM nº RJ2014/10290, Diretor Relator Henrique Machado, j. 13.06.2017; e (iv) PAS CVM nº RJ2014/3402 Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. 13.12.2018.



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
www.gov.br/cvm

comandos inscritos no art. 155, §§1º e 2º, da Lei nº 6.404/1976¹⁶; e no art. 8º da Instrução CVM nº 358/2002¹⁷, dispositivos que impõem aos administradores o dever de sigilo sobre informações da companhia.

14. Caminhando para o fechamento desta seção de ponderações gerais sobre o dever de divulgação de informações no mercado de valores mobiliários, cumpre destacar que um dos mais importantes balizadores para a obrigatoriedade de divulgação de fatos relevantes refere-se ao momento em que ocorre a perda do controle da informação. Essa é a lógica que sempre permeou a regulação dos fatos relevantes no mercado brasileiro¹⁸ e que perdura até os dias atuais¹⁹.

III. Análise dos elementos de autoria e materialidade das imputações propostas pela Acusação no caso concreto

15. Antes da análise em si da Acusação e das eventuais irregularidades identificadas nos Fatos Relevantes, enfrente o argumento trazido pelo Acusado de que o objeto do presente Processo já teria sido tratado no âmbito do Processo do 1º Fato Relevante²⁰, encerrado com o envio do Ofício de Alerta²¹.

16. Como breve contexto sobre o assunto, resalto que o referido processo foi instaurado em 04.12.2017, a partir do Ofício nº 378/2017/CVM/SEP/GEA-2 (“Ofício 378”), por meio do qual a Área Técnica questionou a veracidade das informações divulgadas na imprensa referentes ao não cumprimento das exigências previstas no TAC e à iminente perda das licenças

¹⁶ “Art. 155 (...) § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. § 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.”

¹⁷ “Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.”

¹⁸ Conforme Nota Explicativa nº 28/1984, referente à Instrução CVM nº 31/1984, que originalmente tratou do tema e foi posteriormente revogada e substituída pela Instrução CVM nº 358/2002: “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.”

¹⁹ Conforme art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002, substituído pelo art. 6º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 44/2021.

²⁰ Conforme item 9 do Relatório, trata-se do Processo Administrativo CVM nº 19957.011267/2017-16, que não se confunde com o Processo Originário, que teve início com o recebimento do Ofício MPF.

²¹ Doc. 0502314 (Processo do 1º Fato Relevante).



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
www.gov.br/cvm

para operação da UPV.

17. No dia 08.12.2017, a CSN publicou o 1º Fato Relevante²².

18. Em seguida, a Companhia divulgou o Comunicado ao Mercado, de 11.12.2017, informando que *“uma vez que a matéria publicada já divulgava exatamente tais fatos relativos ao cumprimento do TAC pela CSN, entendeu a Companhia não se justificar a publicação de novo fato relevante, não havendo qualquer informação nova a divulgar, o que foi feito imediatamente após a confirmação, pela autoridade ambiental, de que a UPV poderia continuar funcionando, nas condições acima referidas”*²³.

19. Em 12.12.2017, reagindo ao Comunicado ao Mercado da data anterior, a Área Técnica solicitou esclarecimentos adicionais sobre a não divulgação de fato relevante²⁴. No dia 13.12.2017, a Companhia divulgou o 2º Fato Relevante²⁵, antes mesmo de responder ao pedido de esclarecimentos da SEP. Em 25.04.2018, a Área Técnica enviou ao Acusado o Ofício de Alerta.

20. De plano, faço referência ao primeiro parágrafo do Ofício de Alerta, que dispôs da seguinte forma: *“Reportamo-nos à notícia veiculada sítio eletrônico do jornal G1 no dia 02.12.2017, ao Ofício nº 378/2017/CVM/SEP/GEA-2, ao Fato Relevante de 08.12.2017, ao Comunicado ao Mercado de 11.12.2017, à Carta da CSN de 04.01.2018, bem como ao Ofício nº 387/2017/CVM/SEP/GEA-2”*.

21. Parece-me claro que o Ofício de Alerta não tratou do 2º Fato Relevante. Essa diferenciação é pertinente na medida em que somente por meio do 2º Fato Relevante a CSN comentou a existência da Notificação INEA, divulgado por força de ordem judicial. Dessa forma, embora de alguma forma relacionados, não concordo com a alegação de que teria havido confusão de objeto entre os dois processos, os quais mantiveram escopos distintos.

22. Conforme referido acima, o Processo do 1º Fato Relevante cuidou da veracidade da

²² Segue o inteiro teor do 1º Fato Relevante *“A Companhia Siderúrgica Nacional (BOVESPA: CSNA3; NYSE: SID) (‘CSN’ ou ‘Companhia’) informa a seus acionistas e ao mercado em geral que foi obtida Autorização Ambiental, que mantém a plena operação da Usina Presidente Vargas - UPV, localizada em Volta Redonda/RJ, em caráter provisório, com validade de 180 dias a contar desta data, conforme Deliberação CECA/CFL no 6.141, de 7 de dezembro de 2017, cuja íntegra foi publicada no Diário Oficial do Estado do Rio de Janeiro de 8 de dezembro de 2017, página 13, e durante esse prazo, a Companhia buscará uma solução consensual definitiva quanto às questões ambientais existentes da UPV junto aos órgãos competentes do Estado do Rio de Janeiro.”*

²³ Doc. 0404794.

²⁴ Doc. 0405293.

²⁵ Doc. 0405854.



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
www.gov.br/cvm

informação divulgada na imprensa sobre a iminente paralização das atividades da CSN na UPV. O referido processo foi encerrado com a confirmação pela Companhia de que as atividades, de fato, não se encerrariam na data inicialmente indicada.

23. Esse contorno temático mais delimitado do Processo do 1º Fato Relevante fica evidenciado na conclusão Relatório de Análise nº 8/2018-CVM/SEP/GEA-2, que deu origem ao Ofício de Alerta.

24. Confira-se o trecho transcrito do referido relatório: *“considerando que (i) não houve oscilação atípica em relação aos valores mobiliários da CSN negociados na B3; (ii) não temos conhecimento da existência de prejuízo ao mercado, tendo em vista que o fato noticiado aparentou ser tão gravoso ou desproporcional que o mercado entendeu, a princípio, que tal situação não seria de fato concretizada, e, de fato, não foi; (iii) nesse momento, não temos conhecimento de reclamações que tangenciam a falha de divulgação apontada neste Relatório; e (iv) que a CVM pode visitar o caso em tela em momento oportuno, caso se verifique necessário, somos pelo encaminhamento de Ofício de Alerta”*.

25. Como salientou o Acusado, os ofícios de alerta possuem como um de seus objetivos a correção da conduta tida como irregular. Uma vez sanada a dúvida com relação à informação divulgada na mídia e considerando que foi esclarecida a discussão em torno da tempestividade da divulgação do 1º Fato Relevante, o Processo do 1º Fato Relevante foi encerrado.

26. Contudo, conforme ressalva constante expressamente do item (iv) do relatório de análise da Área Técnica acima transcrito, o envio do Ofício de Alerta não impede que a CVM reavalie o tema sob outros ângulos. Foi justamente o que ocorreu, uma vez que (i) o Processo do 1º Fato Relevante se limitou a tratar da tempestividade dos esclarecimentos prestados ao mercado sobre o vazamento de informação; e (ii) o Processo Originário ficou restrito à análise da caracterização da Notificação INEA como um fato relevante, ou não, e seus desdobramentos.

27. Importante ressaltar, nesse sentido, que o Processo Originário foi instaurado por iniciativa do MPF, para apurar a denúncia de que a Companhia não teria divulgado a Notificação INEA por meio de fato relevante. Ademais, em sua primeira manifestação no Processo Originário, a Companhia entendeu que não havia fatos que justificassem a publicação de fato relevante até a Deliberação CECA.

28. Dessa forma, esclareço que a Acusação, no presente Processo, propôs-se a explorar duas linhas de imputação sensivelmente distintas daquelas apuradas no contexto do Processo do 1º



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
www.gov.br/cvm

Fato Relevante²⁶: (i) primeira, o fato de que as informações presentes na Notificação INEA constituiriam, em si, uma informação material que deveria ser divulgada publicamente por meio de um fato relevante, nos termos do art. 2º, parágrafo único, incisos XIX e XXII, da Instrução CVM nº 358/2002; e (ii) segunda, o fato de que as informações presentes nos Fatos Relevantes, de 08.12.2017 e 13.12.2017, não foram divulgadas de modo completo, claro, preciso e em linguagem acessível ao público investidor.

29. O objeto deste Processo se circunscreve ao esclarecimento dessas duas linhas acusatórias – uma abordagem, repito, diferente daquela empreendida no âmbito do Processo do 1º Fato Relevante.

30. Afastado esse primeiro argumento do Acusado, passo à análise de cada uma dessas duas linhas acusatórias.

A existência de informação relevante que demandaria divulgação de fato relevante

31. Como descrito no Relatório, a CSN operava a UPV e as suas principais atividades operacionais estavam divididas em 5 segmentos, dentre os quais encontrava-se a siderurgia. Conforme demonstrações financeiras da Companhia, mais de 50% de sua receita líquida era advinda do setor de siderurgia. As referidas demonstrações indicavam a UPV como a principal instalação industrial desse segmento. Trata-se, portanto, de ativo extremamente relevante à operação da CSN.

32. Para operar a Usina, eram necessárias duas autorizações, a AAF e o TAC, sem as quais a Companhia não poderia atuar. Em 30.11.2017, a Companhia recebeu a Notificação INEA, por meio da qual foi alertada que, em 10 dias, as suas atividades na UPV deveriam ser encerradas. Nos termos da própria conclusão da Notificação INEA:

“serve o presente para NOTIFICAR essa companha a paralisar as atividades desenvolvidas na Usina Presidente Vargas, apresentando em 10 dias contados do recebimento desta Notificação, cronograma de encerramento total da atividade da UPV, com fundamento no disposto na Cláusula Terceira, subitem 3.3 do TAC.INEA nº 03/2016, bem como no art. 2º do Decreto estadual nº 44.820/2014”.

33. Portanto, é importante desde já afastar o argumento de que a Notificação INEA

²⁶ “Considerando que não foi observada a tempestividade na divulgação de Fato Relevante no caso concreto, conforme conclusão do Processo CVM 19957.011267/2017-16, a presente análise irá se concentrar se o conteúdo divulgado observou ao disposto na Instrução CVM nº 358/02.” (item 11 da Acusação).



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
www.gov.br/cvm

representava mera formalização de informação já conhecida, acerca do encerramento do prazo de validade da AAF. A Notificação INEA não se prestou apenas a lembrar o fim prazo de validade da AAF, nem se confundiu com qualquer forma de convite ao início de novas negociações. O objetivo precípuo da Notificação INEA, a meu ver, foi claro e direto no sentido de oficiar a Companhia para a paralisação das atividades na Usina, aliás, em um curto espaço de tempo.

34. Como mencionado acima, a UPV representava um dos ativos mais relevantes da CSN, o que corrobora a constatação de que a operação da Usina tinha grande impacto sobre a capacidade de geração de receitas da Companhia, sobre sua situação econômico-financeira e, assim, sobre o seu valor de mercado.

35. Portanto, entendo que a não obtenção das devidas licenças e a consequente descontinuidade das atividades da CSN na Usina representava informação do interesse dos investidores, tendo inequívoca capacidade de influenciar as decisões de investimento do público em geral. Dessa forma, tratava-se de informação que deveria ter sido divulgada por meio de fato relevante, nos termos do art. 2º, inciso III, da Instrução CVM nº 358/2002.

36. O contorno fático que denota a relevância do assunto fica reforçado ao se considerar que, em 02.12.2017, foi veiculada notícia na mídia que indicava que a CSN deveria encerrar suas atividades na Usina até o dia 10.12.2017²⁷, materializando o vazamento da informação.

37. Chama atenção que a CSN tenha divulgado o 1º Fato Relevante em 08.12.2017, apenas após comando judicial nesse sentido²⁸. Ainda assim, o fez sem qualquer menção à Notificação INEA ou ao seu conteúdo, que havia determinado a paralisação das atividades da Companhia na Usina em 10 dias. Além disso, a abordagem escolhida para a redação do 1º Fato Relevante preferiu focar, exclusivamente, na autorização ambiental provisória posteriormente obtida, nos

²⁷ “A Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) tem até o próximo dia 10 para paralisar suas atividades na Usina Presidente Vargas, em Volta Redonda, RJ. Segundo a Secretaria Estadual do Ambiente, a companhia foi notificada na sexta-feira (1º) de maneira conjunta por representantes do Instituto Estadual do Ambiente (Inea) e a Comissão Estadual de Controle Ambiental (Ceca). De acordo com o documento, a CSN não cumpriu todas as exigências previstas em um Termo de Ajustamento de Conduta (TAC) assinado em abril do ano passado. O documento estabelecia uma série de medidas para reduzir a emissão de poluentes na cidade. A autorização de funcionamento da usina termina no dia 10 de dezembro e de acordo com a notificação, por não colocar em prática ações previstas no TAC, a unidade não terá nenhum documento vigente que autorize o seu funcionamento. Em fevereiro do ano passado, a empresa tinha sido multada em R\$ 13 milhões por não cumprir o que estava previsto no acordo. Procurada pelo G1, a assessoria de imprensa da CSN informou que ‘dos 15 itens compromissados no TAC, 12 foram cumpridos integralmente, dois foram considerados procedimentos de rotina, que precisam ser feitos de forma permanente, e apenas um permaneceu em análise, diante da discussão técnica levada ao Judiciário, com decisão liminar favorável à Companhia’. E que por isso, ‘a empresa responderá à notificação para assegurar a manutenção das suas atividades’”. Conforme <https://g1.globo.com/rj/sul-do-rio-costa-verde/noticia/notificada-por-orgaos-ambientais-csn-deve-paralisar-atividades-em-volta-redonda.ghtml>

²⁸ Doc. 0766041 (fls. 40-44 do Processo Originário).



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
www.gov.br/cvm

termos da Deliberação CECA²⁹.

38. A primeira referência pública da Companhia sobre a existência da Notificação INEA somente ocorreu em 13.12.2017, novamente em virtude de decisão judicial nesse sentido. Na data em questão, a CSN divulgou o 2º Fato Relevante, fazendo finalmente referência à Notificação INEA.

39. Entretanto, sem adentrar minimamente no teor da Notificação INEA, o 2º Fato Relevante³⁰ limitou-se a informar que a Notificação INEA restou prejudicada devido à obtenção da autorização ambiental provisória, conforme Deliberação CECA. Ou seja, o conteúdo da Notificação INEA novamente deixou de ser divulgado pela Companhia, não tendo sido divulgado ao mercado por meio de qualquer dos Fatos Relevantes.

40. A estratégia de divulgação adotada, no caso concreto, não me parece alinhada com a transparência e boa-fé exigidas pelo regime legal e regulatório do mercado de valores mobiliários. A confiança depositada pelo público em geral ao conjunto de informações disponíveis e a higidez do processo de formação de preços dos valores mobiliários demandam, das companhias abertas, uma postura diferente no trato e na divulgação das informações relevantes que digam respeito às suas atividades.

41. Destaco que a rapidez, completude e prontidão que nortearam a divulgação das informações positivas objeto deste Processo (Deliberação CECA, obtenção da autorização ambiental provisória, continuidade da operação da Usina) contrastam, de modo injustificado, com a morosidade, resistência e superficialidade demonstrada nos autos com relação às informações negativas (Notificação INEA, descumprimento parcial de TAC, determinação das autoridades competentes para encerramento das atividades da Usina em 10 dias, cronograma

²⁹ Doc. 0766041 (fls. 55-56 do Processo Originário): “Art. 1º Referendar a Notificação nº 02/2017, de 30/11/2017 da SEA/CECA/INEA. Art. 2º Expedir Autorização Ambiental – AA, em caráter provisório, para que a COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL – CSN, no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, apresente proposta de encerramento das atividades com cronograma de desativação que não exceda 180 (cento e oitenta) dias, ou a assinatura de acordo com o INEA/SEA que atenda todas as questões de não conformidade ambientais existentes na empresa, com base no Plano de Ação a ser apresentado pelo INEA.”

³⁰ Doc. 0804126 (Processo Originário). Segue a transcrição do inteiro teor do 2º Fato Relevante: “A Companhia Siderúrgica Nacional (BOVESPA: CSNA3; NYSE: SID) (“CSN” ou “Companhia”), em decorrência da intimação da Justiça Federal de Volta Redonda/RJ do dia 11/12/2017, determinando a divulgação de fato relevante com informações referentes ao Ofício SEA/CECA/INEA 002/2017, expedido pelas autoridades ambientais do Rio de Janeiro na data de 1º de dezembro (“Notificação 02/2017”), esclarece o seguinte: A referida Notificação 02/2017 ficou prejudicada, já que posteriormente foi obtida Autorização Ambiental por meio da Deliberação CECA/CFL no 6.141, de 7 de dezembro de 2017, que mantém provisoriamente a plena operação da UPV pelo prazo de 180 dias, durante o qual deverá ser obtida uma solução definitiva para a questão. A decisão judicial já foi atendida, com a prestação dos esclarecimentos necessários ao mercado e aos acionistas em fato relevante publicado em 08/12/2017. A íntegra da Deliberação CECA pode ser consultada Diário Oficial do Estado do Rio de Janeiro de 8 de dezembro de 2017, página 13. A Companhia manterá o mercado informado acerca do desenrolar das discussões com as autoridades ambientais.”



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
www.gov.br/cvm

de desativação da UPV).

42. Os critérios adotados referentes à tempestividade e profundidade dos fatos relevantes não podem diferir em virtude do tipo da informação divulgada. Não há, naturalmente, qualquer proibição de que informações positivas sejam divulgadas pelas companhias abertas. Sendo relevantes, nos termos da regulamentação aplicável, devem ser divulgadas pelos meios apropriados, no tempo certo e com um grau de profundidade adequado à sua compreensão. O que não encontra guarida no ordenamento legal e regulatório do mercado de valores mobiliários é o represamento indevido de informações relevantes desfavoráveis, o que entendo ter sido o caso deste Processo.

43. No tocante à materialidade da informação, a Defesa alega que não se trataria de informação nova a ser divulgada, já que a precariedade e o iminente fim do prazo das autorizações da CSN para conduzir as atividades na UPV já seriam de conhecimento público.

44. Discordo desse argumento, que já foi tentado e rejeitado anteriormente pelo Colegiado da CVM³¹ em outras oportunidades.

45. As tratativas necessárias à obtenção e renovação das autorizações e licenças exigidas para operação da UPV ostentam caráter de indiscutível complexidade e incerteza. Trata-se de negociação nada trivial, envolvendo uma companhia privada e diversos agentes do setor público, com vários desfechos possíveis. Como demonstrado nos autos, a Companhia conduzia, desde 23.02.2017, o processo de negociação com as autoridades competentes para regularização das licenças da UPV. A tabela trazida aos autos pela Defesa com a cronologia das negociações e a discriminação de cada uma das etapas percorridas demonstra, concretamente, a dificuldade do processo como um todo. É justamente nesse contexto que a precariedade das autorizações acentua ainda mais a relevância da informação relativa à iminência de sua não renovação.

46. Tanto isso é verdade que a Notificação INEA foi enviada em 30.11.2017, data imediatamente posterior à reunião realizada por representantes da CSN com as autoridades ambientais e governamentais, ocasião na qual a Companhia teve a oportunidade de apresentar, em suas palavras, as “*evidências de cumprimento do TAC 03/2016, bem como da conclusão da auditoria independente, favorável ao entendimento da CSN*”. Ou seja, o entendimento da Companhia de regularidade no cumprimento do TAC não foi confirmado pelas autoridades

³¹ Vide PAS CVM nº 19957.007674/2018-00, Diretora Relatora Flavia Perlingeiro j. 25.05.2021.



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
www.gov.br/cvm

apenas um dia depois de uma reunião que havia sido considerada extremamente positiva pela CSN, poucos dias antes do fim de seu prazo. Este ponto confirma o grau elevado de complexidade e incertezas que permearam constantemente as negociações relativas à continuidade (ou não) da operação da Companhia na Usina.

47. Afasto, ainda, as alegações referentes à ausência de oscilação atípica no preço das ações da Companhia quando da divulgação dos Fatos Relevantes. A não oscilação de preço frente ao relato de continuidade normal das operações da Companhia não implica, por qualquer inferência lógica, a imaterialidade de eventual descontinuação das mesmas operações. Em todo caso, a materialidade, como mencionado e reconhecido pelo Acusado, independe da verificação de oscilação atípica.

48. No mesmo sentido, o argumento de que a Companhia havia historicamente divulgado poucas informações sobre a operação na UPV não significa que esta informação em particular não seja material. Assim, não logrou o Acusado demonstrar ter sido este o tratamento histórico dado pela Companhia a ofícios para paralisação de atividades como a Notificação INEA, muito diferentes de mero pedido do MPF citado.

49. Portanto, entendo que, nos termos do art. 2º, parágrafo único, XIX e XXII, da Instrução CVM nº 358/2002, o Acusado incorreu em infração ao não divulgar a Notificação INEA por meio de fato relevante.

A falta de clareza e incompletude dos Fatos Relevantes

50. Para além da obrigação de *disclosure* da Notificação INEA em si, a Acusação volta-se, complementarmente, para a qualidade da informação prestada nos Fatos Relevantes.

51. Esclareço, como aponta o Acusado, que não estamos diante de duas potenciais infrações distintas, mas de dois fatores que compõem o possível cometimento de uma irregularidade específica por parte do Acusado, de descumprimento ao disposto no art. 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002.

52. Nesse sentido, “a divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, inclusive da informação resumida referida no §8º, devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor³²”.

53. O comando acima expresso ganha particular relevância quando se constata que houve a

³² Art. 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002, posteriormente sucedido pelo art. 3º, §5º, Resolução CVM nº 44/2021.



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
www.gov.br/cvm

perda do controle de uma informação pela companhia, situação em que a informação já foi divulgada no mercado por outros meios. Essa informação, contudo, pode conter imprecisões, incorreções ou incompletudes, cabendo ao diretor de relações com investidores promover os devidos esclarecimentos, de modo a não pairarem dúvidas sobre o tema³³.

54. A Acusação apontou imprecisão e falta de clareza destacadamente na divulgação do 2º Fato Relevante, que comunicou que a CSN “*mantém provisoriamente a plena operação da UPV pelo prazo de 180 dias, durante o qual **deverá** ser obtida uma solução definitiva para a questão*” (grifo meu). Segundo a SEP, a utilização do verbo “*dever*” teria, dessa forma, passado uma falsa ideia de certeza da obtenção das autorizações para operação da UPV. Todavia, a realidade era diferente. Nos termos da Deliberação CECA, a Companhia deveria apresentar cronograma de encerramento das atividades ou assinar acordo para superação das situações de não conformidade ambientais verificadas. Dessa forma, o 2º Fato Relevante poderia induzir investidores a erro.

55. Novamente, entendo assistir razão à Acusação.

56. Como já sedimentado em precedentes no Colegiado, a informação divulgada será clara e precisa quando não induzir investidores em erro, contendo todas as informações necessárias para a sua adequada compreensão³⁴.

57. Não ignoro o argumento de que o verbo “*dever*”, no contexto em que empregado no 2º Fato Relevante, poderia buscar o significado de que *deveria ser necessário* obter uma solução definitiva para a questão, como suscitado pelo Acusado. Entretanto, não se pode negar que a mesma palavra poderia perfeitamente significar, no mesmo contexto, inclusive com mais coerência, que *era provável* a obtenção de uma solução definitiva para a questão.

58. Um primeiro ponto que corrobora o cabimento desta interpretação é, justamente, a incompletude do 2º Fato Relevante com relação ao conteúdo da Deliberação CECA. Enquanto

³³ “O diretor de relações com investidores tem uma responsabilidade muito relevante para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários. Ele tem o poder de 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. (...) 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” PAS CVM nº RJ2006/5928, Diretor Relator Pedro Marcilio, j. 17.04.2007.

³⁴ “Considera-se completa uma informação quando ela contém os fatos, dados, nuances e demais informações necessárias para a avaliação do impacto da informação principal sobre preço dos valores mobiliários ou sobre as decisões de investimento relativas a esses valores mobiliários. Não é considerada informação completa aquela que possa induzir os investidores a erro” PAS CVM nº RJ2006/4776, Diretor Relator Pedro Marcilio, j. 17.01.2007.



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
www.gov.br/cvm

a Deliberação CECA conferiu uma autorização ambiental provisória por 180 dias para apresentação de cronograma de encerramento das atividades de unidade industrial ou assinatura de acordo de cumprimento de obrigações ambientais, o 2º Fato Relevante, de forma genérica, apenas afirma que a operação da UPV “*está mantida provisoriamente por 180 dias*” e que, dentro desse prazo, “*deverá ser obtida uma solução definitiva para a questão*”.

59. Concluo, nesses termos, pela falta de clareza e incompletude dos Fatos Relevantes, os quais, a meu ver, não estavam em conformidade com os ditames do art. 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002, vigente à época dos fatos.

IV. Conclusão e dosimetria

60. Ante o exposto, entendo que o Acusado deve ser responsabilizado pelo descumprimento do art. 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002, por divulgar de maneira incompleta e imprecisa os Fatos Relevantes de 08.12.17 e 13.12.17.

61. Passo, então, à dosimetria da pena.

62. Noto que a referida infração foi praticada após a edição da Lei nº 13.506/2017, de modo que a aplicação da pena deverá levar em consideração os parâmetros ali indicados. No processo de delimitação da dosimetria a ser aplicada, deve a CVM atentar-se ao juízo de proporcionalidade e razoabilidade.

63. Assim, de início, pontuo que a infração às disposições da Instrução CVM nº 358/2002 era considerada grave, nos termos de seu art. 18, *caput*³⁵, para os fins previstos no §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976³⁶.

64. Contudo, a CVM consolidou jurisprudência pela aplicação da penalidade de multa pecuniária em valor que varia em conformidade com as características de cada caso concreto³⁷. À penalidade de multa, em infrações desse tipo, aplica-se o limite de R\$ 600.000,00 (seiscentos mil reais), conforme previsto na Resolução CVM nº 45/2021.

³⁵ “Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, a transgressão às disposições desta Instrução.”

³⁶ “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (...) § 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência.”

³⁷ Alguns exemplos: (i) PAS CVM nº RJ2018/5064, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, j. 25.05.2021, multa de R\$ 200.000,00; (ii) PAS CVM nº RJ2014/3402, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. 13.12.2018, R\$ 300.000,00; (iii) PAS CVM nº RJ2013/7916, Diretora Relatora Luciana Dias, j. 18.03.2015, multas de R\$ 200.000,00 e R\$ 300.000,00; (iv) PAS CVM nº 19957.004392/2020-67, Diretor Relator Alexandre Rangel, j. 08.11.2022, R\$ 300.000,00.



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
www.gov.br/cvm

65. Nesses termos, em atenção aos precedentes e aos princípios da proporcionalidade e razoabilidade, defino a pena-base no montante de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais).

66. Reputo como agravante a existência de dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários, nos termos do art. 65, inciso IV, da Resolução CVM nº 45/2021, na medida em que a decisão de divulgar um fato relevante apenas quando da reversão do assunto que deveria ter sido objeto de primeira divulgação representa uma grave subversão do regime informacional, ainda mais no âmbito de um emissor de valores mobiliários de notável relevância no mercado de capitais brasileiro, como é o caso da Companhia. Defino o percentual de 15% para a referida agravante.

67. Pelo exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/1976, voto pela condenação de David Moise Salama, na qualidade de diretor de relações com investidores da Companhia Siderúrgica Nacional, à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 345.000,00 (trezentos e quarenta e cinco mil reais), por infração ao art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002.

É como voto.

Rio de Janeiro, 4 de abril de 2023.

Alexandre Costa Rangel

Diretor Relator