



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 19957.001695/2023-71

Reg. Col. 3071/24

Acusado: Manacesar Lopes dos Santos

Assunto: Possível responsabilidade do DRI da Inepar S.A. Ind e Construções - Em Recuperação Judicial, por ter deixado de se manifestar, de forma imediata, após o vazamento de informação relevante

Relator: Diretor Daniel Maeda

Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Em respeito à bem construída tese da Defesa, esclareço por que acompanho o Relator.
2. Pela tese dos ilustres representantes do Acusado, a acusação seria improcedente com base, em suma e em paráfrase, nos seguintes argumentos:
 - (i) A reação do mercado, de alta nas ações por antecipar uma probabilidade maior de iminente levantamento do regime de recuperação judicial, não era justificável. Assim, não havia razão para o DRI considerar a petição e o andamento do processo como fato relevante.
 - (ii) A petição protocolada no dia 8.9.2022 não teria o propósito de encerrar o regime de recuperação. Apenas respondeu a despacho do juiz, que teria meramente o prazo vigente à época como de duração máxima do regime.
 - (iii) A petição não queria levantar o regime, porque a Inepar era contrária ao encerramento e até hoje litiga para mantê-lo vivo. As vantagens buscadas pela Inepar incluem as decorrentes da venda de unidade produtiva (UPI IPM/IOG), além, pode-se inferir, da manutenção da suspensão das execuções do “*stay period*”.
 - (iv) Dado que o fato não foi considerado relevante pela administração da companhia, a oscilação das cotações, por si só, não era suficiente para estabelecer que a causa de sua elevação teria sido a petição. Pelo contrário: diante de uma convicção de que o fato não deveria ser considerado relevante, era plausível considerar que a causa da alta fosse outra.
 - (v) A notícia do Valor Econômico da tarde de sexta feira, atribuindo causa da oscilação ao andamento processual, teria sido sensacionalista. De maneira mais objetiva, descreve-se a notícia como equivocada: a petição e o andamento processual dele decorrente seriam algo corriqueiro no processo de recuperação e não poderiam ter determinado a oscilação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (vi) Quando a notícia é publicada, à tarde de sexta, a dinâmica dos fatos foi que o DRI teve que investigar a origem da oscilação, se a interpretação equivocada da petição ou alguma outra, até mesmo para poder manifestar-se sobre a notícia do jornal. Assim, só na segunda-feira, quando vem o ofício da B3 a respeito, foi possível chegar a conclusão de que o que motivou o mercado a reagir daquela forma foi, de início, a interpretação equivocada das perspectivas da recuperação judicial, e em seguida o boato no mercado de que ela estava provavelmente em vias de ser encerrada, o que culmina na notícia do Valor.
- (vii) Só então houve a consolidação das condições para o DRI entender o que houve para publicar um fato relevante, e a publicação na segunda-feira não foi intempestiva.
3. A tese me parece juridicamente sólida. Não poderia ser exigido do DRI que considerasse relevante a leitura que diz ter feito das perspectivas do processo, se o objetivo naquele momento era evitar o fim do regime e por isso ele achava que a probabilidade de levantamento era baixa.
4. O que me faz acompanhar o Relator, porém, é que pelo que constato do exame da evidência probatória cuidadosamente conduzido pelo Relator, os fatos transcorreram de maneira diferente. Ainda que pudesse haver, na Inepar, a intenção de evitar o fim do regime, de uma forma ou de outra isso não me parece refletido nos termos da petição, que é contundente no sentido de anunciar o integral pagamento dos credores e tratar o encerramento do regime como objetivo pretendido. Não é preciso nem mesmo supor que o Acusado tenha faltado com a verdade em seu relato, mas nesse caso a petição deu realmente margem mais que suficiente para que quem a lesse supusesse que o regime tinha mais chances de ser encerrado que de ser mantido – ainda que tal suposição pudesse ser equivocada.
5. De todo modo, uma vez publicada a notícia, a alta ganha tração pois os leitores consideram que a alta teria sido causada pela petição. Isso ao mesmo tempo legitima alta adicional e faz parecer que toda a alta foi gerada pela petição, numa profecia autorrealizável para frente e uma explicação errada aparentemente certa para trás. Assim, a notícia do Valor em si mesmo acabou por compor o fato relevante, em conjunto com o andamento processual.
6. Diante da oscilação e daquilo que objetivamente ficou estampado nos autos da recuperação, era dever do DRI inferir que, do jeito que a coisa aconteceu, mesmo que equivocada, havia um fato relevante. Esse fato não seria, necessariamente, “*a iminência de encerramento da recuperação*”. Mas mesmo nessa narrativa, haveria um fato relevante provocando a oscilação: a existência de um andamento processual em que as peças estavam redigidas de tal modo a fazer parecer ao público geral que o encerramento da recuperação era iminente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

7. A notícia do Valor Econômico, assim, diante do que efetivamente transcorreu nos autos da recuperação - não diante da possível intenção da Inepar - não foi a meu ver sensacionalista. Ela pode até ter sido equivocada de um ponto de vista econômico e da narrativa do autor onisciente - o que poderíamos dizer com o benefício de saber o que houve. Mas teria sido um equívoco justificável, pois o que havia no mundo lhe permitia fazer tal interpretação, como fizeram os participantes do mercado que leram o processo e fizeram aquela inferência (e faço menção aqui aos comentários redes sociais, referidas no ilustre voto do Relator).

8. Na prática, mesmo considerando baixa uma probabilidade de levantamento, a notícia teria sido correta ao descrever o que seria, em tal hipótese, um equívoco coletivo. Boa parte dos participantes estava achando que a probabilidade de levantamento era alta, e tinha razões para isso nos autos do processo. O fato relevante é definido como aquele que pode elevar a cotação dos valores mobiliários, não como o que pode fazê-lo exclusivamente com base na correta avaliação de fundamentos econômicos pelos participantes. Remeto aqui à alegoria de Keynes sobre o hipotético concurso de beleza em que os jurados são premiados não por escolherem as candidatas mais belas, mas por acertarem quais o público geral considerará mais belas. A petição podia até não ter as feições mais extraordinárias, mas acabou saindo mais fotogênica que o esperado.

9. Em outros termos, se a probabilidade real de levantamento não havia se alterado, o valor econômico real da companhia não teria sofrido alteração. Mas pela forma em que tudo foi materializado nos autos, houve uma *percepção* de aumento da probabilidade de levantamento, e, portanto, uma *percepção* de aumento de valor econômico, e é isso o que leva as pessoas a negociarem. Como bem coloca o Relator, trata-se de *expectativa* – até porque, como também ressalta seu ilustre voto, não era uma petição tão corriqueira.

10. A mesma realidade fática que se apresentava ao mercado se apresentava ao DRI. Assim, mesmo sendo verdade o que ele afirma, havia o fato relevante no mínimo pela aparência de relevância. E assim deveria haver a publicação, seja para confirmar e uniformizar o acesso quando se trata de uma aparência correta, seja para corrigir o equívoco quando esta é a convicção da companhia.

11. São essas as considerações adicionais com que acompanho a fundamentação e a conclusão do Ilustre Relator.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2024

João Accioly

Diretor