

INTERESSADA: USIMINAS S/A

ASSUNTO: Recurso contra decisão da SEP que determinou a publicação de fato relevante sobre projeções empresariais

RELATORA: Diretora Norma Jonssen Parente

VOTO

RELATÓRIO

1. Trata-se de recurso interposto pelas USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. – USIMINAS, contra decisão da SEP, que determinou a divulgação na imprensa e no sistema IPE, na forma de fato relevante, do noticiado pelo jornal "Valor Econômico", que indicava previsões da recorrente sobre o seu desempenho para o ano de 2004.
2. Em 10.12.03, o referido jornal divulgou no caderno "Empresas e Tecnologia", a matéria "CSN e USIMINAS negociam para formar a múlti brasileira do aço", com o subtítulo "Companhia mineira prevê crescer 6,7% em 2004", informando sobre o andamento de negociações para a fusão dos ativos das companhias e ainda, sobre previsões de crescimento da USIMINAS para o ano de 2004.
3. No mesmo dia, a SEP, através dos Ofícios CVM/SEP/GEA-2/Nº 489 e 490/03, solicitou a ambas as Companhias esclarecimentos no que diz respeito às supostas negociações para a fusão dos ativos das duas companhias, devendo ainda a USIMINAS observar, visto ter divulgado projeções para o ano de 2004, o disposto no art. 8º da Instrução CVM nº 202/93 abaixo transcrito, sob pena de multa cominatória diária no valor de R\$ 1.000,00, consoante a Lei nº 6.385/76, art. 9º, II, e a Instrução CVM nº 273/98, art. 1º, § 1º, I:

"Art. 8º - É facultativa a apresentação de projeções empresariais, mas, quando divulgadas, deve a companhia adotar os seguintes procedimentos:

I - apresentar, com clareza, para cada um dos itens e períodos projetados, as premissas e memórias de cálculos utilizados;

II - apresentar, quando da prestação de informações trimestrais indicadas no artigo 16, inciso VIII, confronto entre as projeções elaboradas e os resultados efetivamente obtidos no trimestre, indicando com clareza e exatidão os motivos que levaram a desvios das projeções anteriormente feitas;

III - quando, a juízo dos administradores, com base em sólidos motivos, as projeções deixarem de ter validade ou forem modificadas, divulgar o fato ao mercado, de imediato, na forma prevista pelo artigo 157, § 4º, da LEI Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e Instrução CVM nº 31/84 (revogada pela Instrução CVM nº 358/02), juntamente com as suas razões."

4. Em resposta ao ofício da SEP, a USIMINAS, esclareceu à CVM e à Bovespa, através de correspondência e fax encaminhado ao sistema IPE na categoria Comunicado ao Mercado, o seguinte:
 - a. quanto à questão da fusão, a manifestação do Diretor Presidente da USIMINAS fora feita de forma conceitual, defendendo uma reestruturação do setor siderúrgico, que possibilitasse a formação de empresa de porte no país, dentro do atual modelo mundial de competição, não existindo qualquer tipo de negociação entre as Companhias;
 - b. no que tange à previsão de crescimento da USIMINAS, também impróprio é o subtítulo da matéria: "Companhia mineira prevê crescer 6,7% em 2004";
 - c. "o crescimento de 6,7% da demanda interna de aços planos no Brasil em 2004 é uma expectativa baseada na aplicação do coeficiente histórico de elasticidade entre o PIB e a demanda de aço no Brasil, de cerca de 2,3, e a expectativa do PIB em 2004, de 3%";
 - d. "a USIMINAS tradicionalmente vem exportando de 20% a 30% do total de suas vendas, esperando exportar cerca de 25% no próximo ano";
 - e. "a estimativa de receita líquida consolidada de R\$ 8,3 bilhões para 2003 refere-se à anualização da receita líquida consolidada, de R\$ 6,2 bilhões, acumulada nos nove primeiros meses de 2003. O mesmo critério foi aplicado para a estimativa de R\$ 3,1 bilhões para o EBITDA consolidado, dos R\$ 2,3 bilhões acumulados até 2003."
5. Em vista dos argumentos oferecidos, a SEP entendeu como satisfatória a resposta em relação à fusão, mas quanto às premissas nas quais estão baseadas projeções para 2004 relativas ao crescimento de 6,7% da demanda interna de aços planos, suas exportações e sua receita decidiu, através do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 496/03, datado de 17.12.03, determinar, com base no inciso XXI, parágrafo único do art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, a divulgação de fato relevante, com o simultâneo encaminhamento para o sistema IPE, bem como fosse observado o disposto no art. 8º da Instrução CVM nº 202. Ressaltou, no entanto, a possibilidade de interposição de recurso ao Colegiado da CVM contra a decisão proferida.
6. Ciente da decisão, a USIMINAS, através de novo fax, datado de 22.12.03, ratificou os argumentos antes apresentados, insistindo que:
 - a. "a informação referente ao crescimento previsto da demanda interna de aços planos no Brasil em 2004 decorre de dados de conhecimento público, como a expectativa de crescimento do PIB e o próprio conceito de elasticidade entre o PIB e a demanda de aço no Brasil, não constituindo uma projeção formal da USIMINAS";
 - b. assim, a simples anualização de cifras parciais da empresa em 2003, como receita líquida, elaborada pelo Diretor Presidente, em entrevista coletiva à imprensa não constitui projeção formal da USIMINAS, mas um procedimento corrente de mercado para melhor visualização de indicadores em bases anuais;
 - c. a anualização, segundo a companhia, não é uma projeção e não se trata de "modificação de projeções divulgada pela companhia", como previsto no inciso XXI, parágrafo único do art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, razão pela qual não há a necessidade de publicação de fato relevante.
7. Além disso, a USIMINAS interpôs recurso com a concessão de efeito suspensivo, com base nos incisos V e VI da Deliberação CVM nº 463/03, e seu encaminhamento ao Colegiado, caso não fosse reconsiderada a decisão.
8. Para tanto, a Companhia apresenta os seguintes argumentos:

- a. no Inquérito Administrativo CVM nº 06/87, o Colegiado da CVM definiu projeções de resultado, como sendo informações que, "em última análise, expressam as expectativas almejadas por uma empresa a partir de **dados coletados de diversas fontes e ordenados de acordo com metodologia adequada para o orçamento ou planejamento financeiro**" (grifos da USIMINAS);
- b. também o PARECER/CVM/SJU/Nº031/87 buscou a definição de projeção, esposando o seguinte entendimento: "(...) diz-se que há uma projeção, quando se chega a números com base em dados passados, **considerados com outros que se espera, fundamentadamente, venham a ocorrer em futuro próximo, e face a determinadas premissas macro-econômicas que embasam as conclusões**" (grifos da USIMINAS);
- c. com base nestas definições, para se caracterizar a projeção devem existir "estudos e memórias de cálculo que, de acordo com uma metodologia de orçamento ou planejamento financeiro, conjuguem dados passados com premissas macroeconômicas adotadas pela companhia, a fim de quantificar os resultados por ela esperados para o futuro";
- d. estes elementos não constam na declaração do Diretor Presidente da recorrente, divulgada na referida matéria, realizada em entrevista coletiva à imprensa, ocasião em que, como de praxe, foram formuladas diversas perguntas acerca do desempenho da Companhia e as perspectivas de sua Administração;
- e. o Diretor Presidente da recorrente, "utilizando-se de informações conhecidas no mercado e de cálculos meramente aritméticos, apenas mencionou alguns dos dados reproduzidos na referida reportagem", não tendo em momento algum a intenção de divulgar qualquer projeção de seus resultados;
- f. as "supostas projeções", divulgadas pelo Diretor Presidente, referem-se a três dados, quais sejam:

- i. o crescimento da demanda interna por aços planos em 2004:

Quanto a este ponto, alegou que foi feita apenas "uma análise sobre a possibilidade de crescimento da demanda interna de aços planos na economia brasileira como um todo, não tendo o Diretor Presidente se referido à expectativa de crescimento das vendas ou da receita da própria Companhia, como equivocadamente deu a entender o subtítulo da matéria (...)", afirmando ainda que "declarações genéricas sobre o conjunto da economia ou sobre a relação do crescimento desta com o [seu] setor de atividade", não se confundem com as projeções previstas pelo art. 8º da Instrução CVM nº 202/93.

Finalmente enfatizou que "a taxa de 6,7% da demanda interna de aços planos em 2004 foi obtida a partir da simples multiplicação do coeficiente histórico de elasticidade entre o PIB e a demanda de aço no Brasil (cerca de 2,3) pela taxa de crescimento da economia que vem sendo mencionada no mercado para o próximo ano (cerca de 3%)", alegando que tal taxa de crescimento "baseou-se nas expectativas geralmente encontradas no mercado, e **não** em qualquer estimativa formulada pela Companhia, e que o coeficiente de elasticidade entre o PIB e a demanda de aço constitui um indicador amplamente conhecido e utilizado no setor siderúrgico." (grifo da USIMINAS)

- ii. o percentual da produção da Companhia que deverá ser exportado em 2004:

Quanto a este dado, a recorrente alegou que seu Diretor Presidente "apenas citou o número médio (25%) dos percentuais da produção que a Companhia vem exportando ao longo dos anos (de 20% a 30%)", constatação esta, que teve por base apenas as informações referentes às exportações da Companhia em exercícios anteriores e não projeções elaboradas em premissas macro-econômicas;

- iii. a receita da Companhia no ano de 2003:

No que tange a este último tópico, a recorrente alegou que a "estimativa" de receita líquida e de EBITDA consolidados para o ano de 2003 constitui "mera anualização de resultados apurados até setembro de 2003 e que foram divulgados ao mercado por meio do 3º ITR/2003 da USIMINAS", não constituindo também qualquer projeção. Disse ainda que, na referida declaração, não se afirmou que os valores apresentados corresponderiam aos resultados estimados para o exercício de 2003, mas tão-somente foram obtidos a partir da verificação da receita líquida e do EBITDA mensais médios nos primeiros nove meses do ano, multiplicando tais médias por doze meses, a fim de facilitar a compreensão dos resultados intermediários obtidos pela Companhia, como é procedimento absolutamente usual do mercado;

- g. com base em todo o exposto, tais declarações não se configuram como projeções da empresa, não podendo a recorrente ser obrigada a observar o disposto no art. 8º da Instrução CVM nº 202/93 nem a publicar Fato Relevante, consoante o art. 2º, parágrafo único, XXI, da Instrução CVM nº 358/02.

9. A SEP concedeu o efeito suspensivo e manifestou-se no sentido de manter a sua decisão, uma vez que:

- a. "o ato de projetar não está associado a algo complexo, mas à aplicação de um algoritmo (até mesmo simples) sobre determinados dados com objetivo prospectivo [e] mesmo a utilização de uma das quatro operações básicas aritméticas e/ou o uso de informações ou premissas de domínio público, combinadas num modelo elementar que vise a obtenção de um cenário futuro, não pode deixar de ser considerada uma projeção, pois que aborda uma perspectiva, uma situação esperada, um porvir, e que por isso mesmo não detém garantias de que vá se materializar.";
- b. "a divulgação de uma expectativa econômica, um evento futuro condicionado à realização de determinadas variáveis, deve ter ampla divulgação do modelo escolhido (de todos os seus componentes, isto é, do algoritmo utilizado, das premissas eleitas e dos dados que serviram de base) para que o investidor conheça e avalie o risco de decisões que possa tomar", alegando ainda que decisões que envolvam risco devem estar fortemente respaldadas em informações de natureza ampla;
- c. a peça apresentada dá à palavra projeção um sentido complexo e, tendo em vista que as declarações ter-se-iam fundamentado em informações conhecidas do mercado e em cálculos meramente aritméticos, seria apenas uma simples anualização de rubricas;
- d. nas alegações da recorrente, há, ao contrário do pretendido, a descrição de uma metodologia específica, aplicada em dados passados com a clara intenção de projetar um cenário futuro, independentemente de ser ou não complexa, enquadrando-se perfeitamente nas definições do Colegiado e da SJU, escolhidas pela própria USIMINAS como auxílio.

FUNDAMENTOS

10. De início, cabe analisar a definição de ato ou fato relevante, tomando por base a Instrução CVM nº 358/02, que, em seu art. 2º, dispõe:

"Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados."

11. De fato, qualquer ato ou fato relacionado à companhia aberta que possa influir nas decisões dos investidores e, conseqüentemente, na cotação dos valores mobiliários de sua emissão deve ser amplamente divulgado. Assim, dentre outros, o parágrafo único do mesmo dispositivo normativo elenca uma série de exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes, sendo o inciso XXI, o que se refere ao objeto deste recurso:

"Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

....

XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;"

12. A caracterização como projeção econômica da companhia aberta, no entanto, surte mais efeitos do que a simples necessidade de se divulgar amplamente, através de fato relevante. Vai além, implicando também na obrigação determinada pela segunda parte do art. 8º da Instrução CVM nº 202:

"Art. 8º - É facultativa a apresentação de projeções empresariais, mas, quando divulgadas, deve a companhia adotar os seguintes procedimentos:

I - apresentar, com clareza, para cada um dos itens e períodos projetados, as premissas e memórias de cálculos utilizados;

II - apresentar, quando da prestação de informações trimestrais indicadas no artigo 16, inciso VIII, confronto entre as projeções elaboradas e os resultados efetivamente obtidos no trimestre, indicando com clareza e exatidão os motivos que levaram a desvios das projeções anteriormente feitas;

III - quando, a juízo dos administradores, com base em sólidos motivos, as projeções deixarem de ter validade ou forem modificadas, divulgar o fato ao mercado, de imediato, na forma prevista pelo artigo 157, § 4º, da LEI Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e INSTRUÇÃO CVM Nº 31/84, juntamente com as suas razões." (grifou-se)

13. Assim, analisando cuidadosamente o que foi declarado pela companhia através de seu Presidente, na reportagem publicada pelo "Valor Econômico", com o subtítulo "Companhia mineira prevê crescer 6,7% em 2004", conclui-se que foram apresentadas na entrevista expectativas de crescimento da empresa, frente ao aquecimento da economia, com base também numa expectativa de elevação do PIB e da cotação do dólar e no fim da política norte-americana de sobretaxas, informações amplamente divulgadas pelos meios de comunicação, mostrando apenas fatos que, comparados ao balanço do exercício do ano de 2003, levam a crer que haverá um crescimento. Destacamos os trechos mais importantes da matéria:

" A direção da USIMINAS trabalha com a perspectiva de um crescimento de 6,7% na demanda interna por aços planos em 2004. (...) Segundo ele [o diretor presidente], o aquecimento da demanda já foi bastante perceptível no quarto trimestre, quando as vendas de alguns produtos cresceram até 10% em relação ao trimestre anterior. Na avaliação da USIMINAS, os setores agrícola, ferroviário e de construção civil deverão puxar o reaquecimento do mercado interno, beneficiando principalmente a venda de produtos como revestidos, chapas grossas e tiras a quente. As previsões da USIMINAS têm como base a expectativa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de 3% no próximo ano e a cotação do dólar em R\$ 3,20 no fim de dezembro de 2004. (...) o presidente da siderúrgica mineira acredita que as vendas externas continuarão em expansão. Com o fim da política de sobretaxas por parte dos Estados Unidos, Soares acredita que será possível aumentar um pouco as vendas externas de produtos como galvanizados e laminados a frio, itens de alto valor agregado que ainda não são alvo de medidas antidumping por parte do governo americano. A previsão é de que a USIMINAS deverá exportar 25% de sua produção em 2004, mais que a média histórica de 20% e que os 22% previstos para o fechamento de 2003 (...)."

14. Em última análise, pode concluir-se que, na referida matéria, não foram apresentados em momento algum estudos aprofundados que refletissem uma possibilidade concreta de tais resultados se efetivarem, como deveria refletir uma projeção, mas tão-somente a possibilidade de crescimento da empresa no ano de 2004 face à conjuntura apresentada.
15. Com efeito, embora o ato de projetar realmente não esteja associado a algo complexo, como a SEP bem enfatizou, também não entendo como razoável admitir-se que qualquer expectativa baseada em fatos publicamente conhecidos, deva ser traduzida como projeção econômica, principalmente pelas conseqüências que daí decorrem. Se a empresa afirma que não fez projeções e esta também não teria sido a intenção de seu Presidente, parece-me que a CVM não pode obrigá-la a produzi-las. Quando muito poderia exigir a divulgação, em nota de esclarecimento, dos dados e informações utilizados pelo Presidente em sua entrevista e encaminhá-los à CVM para colocá-los à disposição do público investidor.
16. Além disso, como a própria Instrução CVM nº 358/02 infere, fato relevante seria aquele ato ou fato relativo aos negócios da companhia aberta capaz de influenciar de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia ou na decisão dos investidores de comprar, vender, manter ou exercer quaisquer outros direitos inerentes à condição de titular daqueles valores mobiliários. Assim:

"Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados."

.....

17. Em reunião deste Colegiado, datada de 17.02.04, o assunto foi amplamente discutido e até mesmo questionado, se as declarações teriam ocasionado oscilação na cotação das ações de emissão dessa companhia.
18. Com base neste questionamento e, tendo em vista o disposto no art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, solicitei à Usiminas que apresentasse informações sobre as negociações das referidas ações de emissão da companhia na Bovespa, nos meses de novembro e dezembro de 2003 e janeiro de 2004, encaminhando posteriormente o caso à SMI, para que esta se manifestasse, com base na avaliação dos preços e volumes negociados das ações de emissão da referida empresa, nos dias 09, 10 e 11 de dezembro de 2003, datas próximas à referida divulgação das declarações do Presidente da companhia.
19. Diante disso, a SMI apresentou, em relatório de análise, considerações acerca das ações de emissão da Companhia em exame e à sua negociação na Bolsa de Valores, assim:
 - a. Inicialmente, informou que as ações da companhia listadas na são as USIM3 (ordinária), USIM5 (preferencial classe A) e USIM6 (preferencial classe B), das quais, as USIM5 são as de maior liquidez, enquanto as outras duas, respectivamente, possuem liquidez mais reduzida;
 - b. Quanto à negociação destas ações nos dias 09, 10 e 11 de dezembro de 2003, os sistemas automáticos de análise da negociação - "filtros"- da SMI não detectaram qualquer comportamento anormal das ações USIM5, tanto em termos de volume, quanto em número de negócios, o mesmo ocorrendo com as ações USIM3 e USIM6, face à sua baixíssima liquidez. Ressaltou, apenas, a alta de 7,62%, apresentada pela USIM3 no dia 10 de dezembro, considerando para tanto, que:
 - i. não houve volume financeiro significativo no dia, ficando abaixo da média histórica;
 - ii. ações menos líquidas freqüentemente apresentam oscilações mais abruptas; e
 - iii. tal oscilação não se verificou em USIM3 e USIM5, informando que, esta última, a mais líquida delas, apresentou baixa de - 1,74% no mesmo dia.
20. Por fim, manifestou seu entendimento, concluindo pela ausência de elementos que permitam afirmar ter havido um comportamento atípico das ações da Usiminas no período compreendido entre 09 e 11 de dezembro de 2003, como resultado da divulgação de informações relativas à companhia.
21. Tendo em vista esta nova análise, reitero meu posicionamento, no sentido de que se dispense a companhia em exame, de publicar fato relevante acerca das declarações do seu Diretor-Presidente, visto que hoje, a questão já está superada e, no meu entender, de acordo com a definição da lei e do próprio normativo da CVM, as referidas declarações do Diretor Presidente da USIMINAS não apresentaram relevância para o mercado, posto que, analisados o volume das negociações e as variações de preços das ações ordinárias e preferenciais classes A e B a partir do dia 09.12.2003 - data da coletiva em que foram dadas as referidas declarações - aos dias subsequentes, não foi verificada nenhuma alteração incompatível com os padrões verificados no cotidiano da companhia, o que demonstra que as informações contidas nas declarações do Presidente já haviam sido absorvidas pelo mercado.
22. Vale dizer, por estas informações já serem de domínio público, o mercado não as considerou relevantes. Tais declarações só reproduziram dados já conhecidos do mercado, não tendo sido capazes de influir, como ficou comprovado, nem na cotação das ações da referida companhia, nem na decisão dos investidores de comprar, vender, manter ou exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular daqueles valores mobiliários, conforme dispõe a lei para a caracterização de fato relevante.

CONCLUSÃO

23. Ante o exposto, **VOTO** no sentido de ser desnecessária a publicação de fato relevante acerca das expectativas da empresa para o ano de 2004, visto que tais informações, por serem dados de conhecimento público, não caracterizaram fato relevante, conforme previsto na lei, e assim não foram consideradas pelo próprio mercado. Considero, porém, recomendável que sejam divulgadas, em nota de esclarecimento, as informações que embasaram a entrevista coletiva concedida por ocasião da cerimônia de apresentação dos resultados da USIMINAS em 2003. Outrossim, que seja observado o princípio da razoabilidade dos atos da Administração Pública, que exige que, "*nos processos administrativos seja observada a adequação entre meios e fins, vedada a imposição de obrigações, restrições e sanções em medida superior àquelas estritamente necessárias ao atendimento do interesse público*"⁽¹⁾.

Rio de Janeiro, 23 de março de 2004.

NORMA JONSSSEN PARENTE

DIRETORA-RELATORA

⁽¹⁾ Gasparini, Diógenes – "*Direito Administrativo*" – São Paulo: Saraiva, 2003.