

TOP

DIREITO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Comissão de Valores Mobiliários

Comissão de Valores Mobiliários

DIREITO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2ª edição

Rio de Janeiro
Comissão de Valores Mobiliários

2022

Convidamos os leitores a entrarem em contato conosco para o envio de sugestões e dúvidas sobre este material.

Divisão de Educação Financeira
Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores
Comissão de Valores Mobiliários
Rua Sete de Setembro 111, 5º andar
CEP 20.050-901 – Rio de Janeiro/RJ
coece@cvm.gov.br
www.investidor.gov.br

2ª edição

Direito do mercado de valores mobiliários / Comissão de Valores Mobiliários. 2. ed.
Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022.

1348p. : il.

1. Mercado de valores mobiliários. 2. Regulação. 3. CVM-Atuação. 4. CVM-Competência.
5. Poder de polícia. 6. Processos administrativos sancionadores. I. Comissão de Valores
Mobiliários.

CDD 342.225

© 2022 - Comissão de Valores Mobiliários

Todos os direitos reservados e protegidos pela Lei nº 9.610, de 19 de fevereiro de 1998.

Este livro é distribuído nos termos da licença Creative Commons Atribuição - Uso não comercial - Vedada a criação de obras derivadas 3.0 Brasil. Qualquer utilização não prevista nesta licença deve ter prévia autorização por escrito da Comissão de Valores Mobiliários.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Presidente

João Pedro Barroso do Nascimento

Diretores

Diretor Alexandre Rangel

Diretora Flávia Perlingeiro

Diretor João Accioly

Diretor Otto Lobo

Superintendente Geral

Alexandre Pinheiro dos Santos

Superintendente de Proteção e Orientação aos Investidores

José Alexandre Cavalcanti Vasco

Coordenador de Educação Financeira

Andrea Coelho

TOP - DIREITO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Coordenação Editorial

Ana Paula Marques dos Reis

Cassio Sabbagh Namur

José Alexandre Cavalcanti Vasco

Comitê Consultivo de Educação

Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA; Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA; Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital – ABVCAP; Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias - ANCORD; Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais - APIMEC NACIONAL; Brasil Bolsa Balcão - B3; Comissão de Valores Mobiliários – CVM; Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC; Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI e Associação Brasileira de Planejadores Financeiros - PLANEJAR.

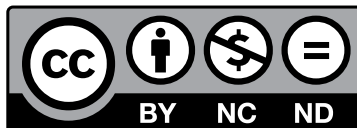
Diagramação

Flávio Henrique Dias Belmiro e Leonardo Carneiro Costa

Agradecimento

Agradecemos a todos os colaboradores das entidades integrantes do Comitê Consultivo de Educação, instituído pela deliberação CVM nº 498/06, incluindo os autores dos capítulos, por sua valiosa contribuição para este projeto educacional.

Esta obra é disponibilizada de acordo com os termos da licença Creative Commons Atribuição - Uso não comercial - Vedada a criação de obras derivadas 3.0 Brasil (by-nc-nd)



Tem o direito de:

Compartilhar – reproduzir, distribuir e transmitir o trabalho

De acordo com as seguintes condições:



Atribuição – Tem de fazer a atribuição do trabalho, da maneira estabelecida pelo autor ou licenciante (mas sem sugerir que este o apoia, ou que subscreve o seu uso do trabalho).



NãoComercial – Não pode usar este trabalho para fins comerciais.



Trabalhos Derivados Proibidos – Não pode alterar ou transformar este trabalho, nem criar outros trabalhos baseados nele.

Esta é uma descrição simplificada baseada na licença integral disponível em:
creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/br/legalcode

LIVRO DE DISTRIBUIÇÃO GRATUITA. VEDADA A SUA COMERCIALIZAÇÃO

A versão eletrônica deste livro pode ser obtida gratuitamente em:

www.investidor.gov.br

www.cvm.gov.br

Este livro foi elaborado com finalidade educacional. Sua redação procura apresentar de forma didática os conceitos relacionados aos temas aqui abordados. Os exemplos utilizados e a menção a serviços ou produtos financeiros não significam recomendação de qualquer tipo de investimento.

As normas citadas neste livro estão sujeitas a mudanças. Recomenda-se que o leitor procure sempre as versões mais atualizadas.

As opiniões, conceitos e conclusões contidas nesta publicação, incluindo aqueles abordados nos capítulos de autoria de profissionais da CVM, não refletem, necessariamente, o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários ou das entidades integrantes do Comitê Consultivo de Educação.

Realização:

**COMITÊ
CONSULTIVO
DE EDUCAÇÃO**



APRESENTAÇÃO DA 2ª EDIÇÃO DO LIVRO TOP DIREITO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

É com enorme satisfação que apresento a 2ª edição do livro TOP Direito do Mercado de Valores Mobiliários, de elaboração do Comitê Consultivo de Educação da Comissão de Valores Mobiliários.

Esta nova edição está alinhada ao propósito de promover a educação financeira para a população brasileira, visando ao desenvolvimento e aperfeiçoamento do mercado de valores mobiliários, pilar essencial ao desenvolvimento nacional.

Os autores que contribuíram para essa edição buscaram abordar o mercado de valores mobiliários nacional da perspectiva de sua regulação, revelando em suas análises o posicionamento da CVM em relação aos respectivos temas.

Este livro foi pensado para ser utilizado especialmente em ambientes educacionais e como referência bibliográfica para os cursos específicos do Programa TOP para Magistrados. Não obstante, estará disponível para público em geral, que poderá se beneficiar de um conteúdo detalhado e atualizado sobre diversos temas envolvendo o mercado de capitais.

A obra se insere num conjunto convergente de esforços da CVM que visa a franquear o acesso a instrumentos e ferramentas de apoio à educação do público investidor. Cumprem esse papel, por exemplo, o Portal do Investidor (www.investidor.gov.br), bem como as cartilhas e guias que, de forma bastante didática e acessível, têm fomentado a melhoria do panorama educacional dos participantes do mercado.

Este livro é resultado do trabalho do Comitê Consultivo de Educação da CVM, que congrega, além da CVM, a Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital – ABVCAP, a ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias; a APIMEC BRASIL - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais, a Brasil Bolsa Balcão - B3, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI e a Associação Brasileira de Planejadores Financeiros – PLANEJAR.

Por fim, o livro ficará amplamente disponível para download gratuito na internet. A obra é licenciada em Creative Commons, sendo, portanto, autorizada a sua livre impressão, reprodução e utilização, sem necessidade de prévia autorização da CVM, vedado apenas o seu uso comercial. Esperamos assim poder contribuir, ainda mais, para a difusão de conhecimento de mercado de capitais, buscando seu aprimoramento e sua compatibilidade com as melhores práticas internacionais.

Boa leitura!

JOÃO PEDRO BARROSO DO NASCIMENTO

Presidente da Comissão de Valores Mobiliários

Sumário

01 - SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	13
02 - REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	27
03 - A CVM: COMPETÊNCIA LEGAL, FUNÇÕES, PODERES E ATRIBUIÇÕES.....	55
04 - A CVM O EXERCÍCIO DO PODER DE POLÍCIA NO MERCADO DE CAPITAIS	71
05 - REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO	163
06 - OBRIGATORIEDADE E SURGIMENTO DA ATIVIDADE DE RI	197
07 - INFRAÇÕES ADMINISTRATIVAS E CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS	217
08 - PRINCIPAIS AGENTES DO MERCADO	273
09 - ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE MERCADOS ORGANIZADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS E INFRAESTRUTURA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	309
10 - DERIVATIVOS E SUA REGULAÇÃO NO BRASIL	331
11 - CAPITALIZAÇÃO DAS COMPANHIAS	369
12 - O ACIONISTA CONTROLADOR NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	385
13 - CONTROLE PULVERIZADO.....	421
14 - ASSEMBLEIA GERAL NAS COMPANHIAS	431
15 - REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA	477
16 - OBRIGAÇÕES INFORMACIONAIS DAS COMPANHIAS ABERTAS	497
17 - DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA.....	541
18 - FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....	561
19 - SECURITIZAÇÃO	633
20 - OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES (OPAs).....	691
21 - OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	729
22 - PREVENÇÃO À LAVAGEM DE DINHEIRO E AO FINANCIAMENTO DO TERRORISMO (PLDFT)	781
23 - OS DESAFIOS DA PENHORA EM RELAÇÃO A INVESTIMENTOS COM RESTRIÇÕES DE LIQUIDEZ	827
24 - PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR.....	845

1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (SFN)

ANDRÉ GRUNSPUN PITTA

*ADVOGADO. MESTRE E DOUTOR EM DIREITO COMERCIAL
PELA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO.*

VALDIR CARLOS PEREIRA FILHO

*ADVOGADO. DOUTOR EM DIREITO COMERCIAL PELA FACULDADE
DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO. MASTER OF LAWS –
BANKING AND INTERNATIONAL FINANCE LAW LLM - PELA LONDON
SCHOOL OF ECONOMICS AND POLITICAL SCIENCE (LSE),
REINO UNIDO.*

1.1. Conceito de Mercado Financeiro

O mercado financeiro, em sentido amplo, abrange o mercado bancário (mercado financeiro em sentido estrito), o de câmbio e o de capitais (mercado de valores mobiliários).

Podemos verificar em qualquer tipo de sociedade dois tipos distintos de indivíduos¹:

- poupadores: não utilizam a totalidade de sua renda, tendo, portanto, recursos excedentes; e
- tomadores de recursos: necessitam de mais recursos do que possuem para o desenvolvimento de uma determinada atividade.

O mercado financeiro em sentido estrito, ou mercado bancário, é aquele em que as instituições financeiras centralizam a oferta e a procura de recursos, intermediando as operações de transferência e a alocação deles entre poupadores e tomadores, assumindo os riscos das operações².

Caracteriza-se, assim, pela chamada intermediação financeira, entendida como a operação na qual determinada instituição é, simultaneamente, sujeito ativo e passivo:

- tomando recursos emprestados dos poupadores (operação passiva) e comprometendo-se a devolvê-los, nas condições contratuais e podendo implicar o pagamento de juros; e
- emprestando estes recursos para novos tomadores (operação ativa), tendo direito de cobrá-los acrescidos de juros.

A diferença entre a remuneração cobrada nas operações ativas e o valor devido pelas operações passivas é denominado spread e, de modo simplista, seria o ganho da instituição financeira (bancária) pela atividade de intermediação³.

1.2. Conceito de Mercado de Capitais

O mercado de capitais é aquele em que os investidores, poupadores, alocam o seu excedente de recursos diretamente no tomador, na forma de investimento, para o desenvolvimento de uma determinada atividade, promovendo a formação do capital, ligando poupança e investimento, com o intuito de aumentar a eficácia da aplicação

1 Cf. ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais. 3ª. ed. rev. e ampl. São Paulo: Thompson, 2007, p. 1.

2 Cf. ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira, op. cit., p. 3.

3 Para maior detalhamento do assunto, sugerimos a leitura dos itens 112 e 112.3 da obra OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. Moeda juros e instituições financeiras. 2ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 376; 379; 380.

econômica dos recursos disponíveis⁴.

De modo diverso do mercado financeiro em sentido estrito ou mercado bancário, o mercado de capitais é marcado pela desintermediação financeira, pois nele as operações são efetuadas diretamente entre poupadores e tomadores.

As instituições financeiras não são partes das operações no âmbito do mercado de capitais. Elas participam de modo acessório, promovendo este encontro direto entre poupadores e tomadores, e não captando e emprestando recursos em nome próprio, como ocorre nas operações de intermediação financeira⁵. O que caracteriza a desintermediação financeira no mercado de capitais não é a ausência de instituições financeiras ou outras instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, mas, sim, o papel que desempenham. No mercado de capitais, ou no de valores mobiliários, estas instituições não captam recursos de terceiros para repassar tais recursos, ou seja, não executam intermediação financeira. Entretanto, por questões regulatórias e operacionais, é essencial e obrigatória a existência e intervenção de instituições financeiras para que as operações no mercado de capitais se realizem, mas, repita-se, sem que façam intermediação financeira.

1.2.1. Função econômica do mercado de capitais

Na medida em que o mercado de capitais possibilita a canalização de recursos para os tomadores ou entes . * no jargão econômico, deficitários, por meio da captação direta da poupança . * funciona como ferramenta de promoção do desenvolvimento econômico, que depende da expansão da capacidade produtiva (vultosos investimentos). O crescimento econômico está associado a elementos incentivadores de poupança e sua alocação eficiente em investimentos. O mercado de capitais, ao aproximar diretamente poupadores e tomadores de recursos, incentiva o aumento da produtividade, gerando, portanto, desenvolvimento econômico⁶.

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o objetivo de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de companhias e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas (as ações) ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas (debêntures, notas e bônus de subscrição), que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico. O mercado de capitais abrange, ainda, as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação.

4 Cf PROENÇA, José Marcelo Martins. "Insider Trading": regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 76.

5 Cf. ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira, op. cit., p. 3.

6 Cf PROENÇA, José Marcelo Martins op. cit., p. 76 -77.

Segundo Eizirik et al.,

*“a função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou commercial papers, que também integram o mercado de capitais), mas, insto sim, a remunerá-los, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras.”*⁷

Em outras palavras, o mercado de capitais é uma modalidade disponível às companhias de se financiarem, de financiarem seus projetos sem precisarem recorrer a um empréstimo bancário.

Chama-se de mercado primário aquele em que ocorrem as captações diretas da poupança pelos tomadores, por meio, por exemplo, da subscrição de valores mobiliários.

O mercado secundário, por sua vez, é aquele em que os valores mobiliários são livremente negociados entre os interessados. Tem por função principal conferir liquidez ao investimento, incentivando, assim, a alocação inicial dos recursos no âmbito do mercado primário, em face da possibilidade de, posteriormente, realizar a venda dos valores mobiliários para outros interessados. O mercado secundário é marcado pela existência de ambientes de negociação para os valores mobiliários subscritos no mercado primário (e.g. bolsas de valores).

Ao contrário do que ocorre em um financiamento bancário, como apontado acima, a companhia que decidir acessar o mercado de capitais por meio de emissão de títulos e valores mobiliários não possui, necessariamente, a obrigação de restituição dos valores recebidos por meio do acesso ao mercado de capitais, exceção feita às emissões de títulos de dívida, com relação aos quais a empresa possui a obrigação de, em determinado momento, restituir os valores pagos pelos investidores na subscrição de tais títulos. Tal situação, no entanto, não é sinônimo de “independência” total da corporação com relação aos seus “financiadores” - que são os investidores que subscreveram tais títulos no mercado. O novo cenário que se forma é aquele em que a companhia passa a ter o dever de retornar o investimento de seus “financiadores” por meio de resultados satisfatórios em seus empreendimentos econômicos e projetos. E é justamente pelo fato de o retorno do investimento estar baseado em resultados satisfatórios dos negócios da empresa, dependendo totalmente, portanto, das pessoas responsáveis

⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 8.

por sua administração, que o investimento em valores mobiliários é considerado um investimento de risco.

Por outro lado, uma vez tendo acessado o mercado de capitais por meio da emissão de títulos representativos do seu capital social, a companhia emissora passa a contar com outros acionistas, que são os investidores que aportaram capital em busca do retorno econômico daquele investimento. Nesse momento, deixa de existir a figura do “dono” e a companhia passa a contar com acionistas minoritários que buscam um retorno sobre o seu investimento.

1.3. Estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN)

1.3.1. SFN: conceito

Conforme definição de Andrea F. Andrezo e Iran S. Lima,

“[o] sistema Financeiro nacional poder ser entendido como o conjunto de instituições que integram o mercado financeiro, quer regulamentando e fiscalizando seus participantes (agentes normativos), quer facilitando a transferência de recursos financeiros entre poupadores e tomadores (instituições financeiras)”⁸

A estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) foi definida pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que em seu Art. 1º indicou seus principais integrantes:

Art. 1º O Sistema Financeiro Nacional, estruturado e regulado pela presente Lei, será constituído:

- I - do Conselho Monetário Nacional;
- II - do Banco Central da República do Brasil;
- II - do Banco Central do Brasil;
- III - do Banco do Brasil S. A.;
- IV - do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico;
- V - das demais instituições financeiras públicas e privadas.

A composição do SFN conta com outros órgãos e instituições além dessas elencadas no artigo acima transcrito, isso se explica pelo fato de que foram criados após a edição

da Lei nº 4.595/64.

Merecem destaque, também, as palavras de Eduardo Salomão Neto:

“A lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, ao criar o sistema Financeiro nacional (sFn), estabeleceu um arcabouço institucional destinado à disciplina da atividade bancária no Brasil. tal sistema é encabeçado pelo Conselho Monetário nacional (CMn) e, logo abaixo deste, pelo Banco Central do Brasil (BC), tendo sido atribuída ao primeiro, em linhas gerais, competência regulamentar e ao segundo competência executiva e fiscalizatória em relação à atividade bancária.”⁹

O SFN está erigido sobre os princípios constitucionais brasileiros como, entre outros, a livre iniciativa, propriedade privada, liberdade de funcionamento dos mercados e demais princípios que regem a ordem econômica e financeira previstos na Constituição Federal¹⁰.

1.3.2. Estrutura funcional do SFN

A estrutura do SFN é a disposição e ordem de seus elementos constitutivos, ou seja, a ordem, disposição e interação existente entre os participantes ou componentes do sistema financeiro, sistema que, a seu turno, tem por foco a atividade financeira na economia¹¹.

Em termos funcionais, os integrantes do SFN podem ser agrupados em¹²:

- órgãos normativos;
- entidades supervisoras; e
- operadores.

Os órgãos normativos do SFN são: o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)¹³ e o Conselho Nacional de Previdência

9 Cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 85.

10 Notadamente artigos: 170, 192, e 219 da CF/88.

11 Cf. OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. Op. cit., p. 58.

12 O Banco Central, em sua página na rede mundial de computadores, adota esta classificação funcional. (<http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP> acessado em 13/06/21)

13 Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) - órgão responsável por fixar as diretrizes e normas da política de seguros privados - é composto pelo Ministro da Fazenda (Presidente), representante do Ministério da Justiça, representante do Ministério da Previdência Social, Superintendente da Superintendência de Seguros Privados, representante do Banco Central do Brasil e representante da Comissão de Valores Mobiliários. Dentre as funções do CNSP estão: regular a constituição, organização, funcionamento e fiscalização dos que exercem atividades subordinadas ao SPS, bem como a aplicação das penalidades previstas; fixar as características gerais dos contratos de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro; estabelecer as diretrizes gerais das operações de resseguro; prescrever os critérios de constituição das Sociedades Seguradoras, de Capitalização, Entidades de Previdência Privada Aberta e Resseguradores, com fixação dos limites legais e técnicos das respectivas operações e disciplinar a corretagem de seguros e a profissão de corretor. (Fonte: Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/Pre/composicao/cnsp.asp> acesso em 13/06/21).

Complementar (CNPc)¹⁴. São todos órgãos colegiados e integrantes do Poder Executivo da União. Esses conselhos possuem poder normativo, ou seja, editam normas gerais para os agentes e participantes do mercado, mas sob os limites da legalidade, ou seja, da lei em sentido estrito (ato emanado do Poder Legislativo).

O CMN é o órgão normativo do SFN que tem competência sobre os mercados financeiro e de capitais. Logo adiante sua estrutura e atribuições serão detalhadas.

As entidades supervisoras têm como atribuição principal editar normas para o funcionamento e controle dos operadores do SFN dentro de cada um dos segmentos ou mercados. Dessa forma, temos as seguintes entidades supervisoras: Banco Central do Brasil; Comissão de Valores Mobiliários (CVM); Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)¹⁵ e Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)¹⁶. Tratam-se de entidades especializadas que exercem poderes de supervisão e, também, editam normas que completam as regras baixadas pelos órgãos de supervisão do SFN. Na esfera de competência do CMN, há duas entidades supervisoras, o Banco Central e a CVM, que serão abordados, a seguir, de forma mais detalhada.

Os operadores são pessoas físicas ou jurídicas que atuam profissionalmente no mercado fazendo com que os recursos financeiros dos poupadores cheguem aos tomadores. Dessa forma, quando o operador de mercado, para viabilizar esta migração de recursos, assume obrigações em nome próprio, exerce a intermediação financeira (no caso do banco: capta recursos financeiros por meio de depósito e os empresta por meio de mútuo, assim figura como devedor e credor, respectivamente, em cada contrato). Por outro lado, quando o operador atua sem assumir obrigações em nome próprio, mas, de alguma forma, possibilitando ou agregando valor à transferência de recursos entre poupadores e tomadores, não exerce intermediação financeira, porém

14 Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPc) é um órgão colegiado que integra a estrutura do Ministério da Previdência Social e cuja competência é regular o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão). (fonte: Banco central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/Pre/composicao/cgpc.asp> acesso em 25/09/15).

15 Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) - autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda - é responsável pelo controle e fiscalização do mercado de seguro, previdência privada aberta e capitalização. Dentre suas atribuições estão: fiscalizar a constituição, organização, funcionamento e operação das Sociedades Seguradoras, de Capitalização, Entidades de Previdência Privada Aberta e Resseguradoras, na qualidade de executora da política traçada pelo CNSP; atuar no sentido de proteger a captação de poupança popular que se efetua por meio das operações de seguro, previdência privada aberta, de capitalização e resseguro; zelar pela defesa dos interesses dos consumidores dos mercados supervisionados; promover o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos operacionais a eles vinculados; promover a estabilidade dos mercados sob sua jurisdição; zelar pela liquidez e solvência das sociedades que integram o mercado; disciplinar e acompanhar os investimentos daquelas entidades, em especial os efetuados em bens garantidores de provisões técnicas; cumprir e fazer cumprir as deliberações do CNSP e exercer as atividades que por este forem delegadas; prover os serviços de Secretaria Executiva do CNSP. (Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1>. Acesso em: 10/06/21).

16 A Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Previdência Social, responsável por fiscalizar as atividades das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão). A Precv atua como entidade de fiscalização e de supervisão das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e de execução das políticas para o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar, observando, inclusive, as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar. (Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1>. Acesso em: 10/06/21).

atua no mercado e exerce uma atividade regulada e relevante por interferir na poupança popular (por exemplo: uma corretora de valores representando investidores em negócio de bolsa e a própria bolsa ao manter sistema de negociação).

Os principais operadores do SFN são:

- instituições financeiras captadoras de depósito à vista (bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial e cooperativas de crédito);
- bancos de investimento;
- corretoras e distribuidoras de valores;
- corretoras de câmbio;
- bolsas de valores e mercadorias;
- *Clearing houses* (entidades de compensação e liquidação);
- sociedades seguradoras;
- sociedades de capitalização;
- entidades abertas de previdência complementar;
- entidades fechadas de previdência complementar.

1.3.3. Órgão normativo dos mercados financeiro e de capitais: Conselho Monetário Nacional (CMN)

O Conselho Monetário Nacional (CMN) possui ampla atribuição normativa sobre as diretrizes do mercado financeiro (em sentido amplo, logo englobando o mercado de capitais), constituindo a autoridade máxima do SFN^{17 18}.

O CMN é atualmente composto por 3 (três) membros, quais sejam (i) o Ministro da Fazenda; (ii) o Ministro do Planejamento; e (iii) o Presidente do Banco Central.

A função do CMN é exclusivamente deliberativa, exercida por meio de Resoluções. O órgão não dispõe de atribuições executivas, por isso a divulgação de suas decisões, manifestadas por meio de resoluções, é feita pelo Banco Central.

Os objetivos do CMN estão indicados no Art. 3º da Lei nº 4.595/65:

Art. 3º A política do Conselho Monetário Nacional objetivará:

- I - Adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento;
- II - Regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo

17 Cf. ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira, op. cit., p. 38.

18 Neste sentido: "O Conselho Monetário Nacional é o órgão deliberativo máximo do sistema financeiro do país, ele tem finalidade de formular a política da moeda e do crédito, de acordo com a Lei 4.595, de 31-12-1964, objetivando o progresso econômico e social do país." in: PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais: fundamentos e técnicas. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 63.

os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais;

III - Regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira;

IV - Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;

V - Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos;

VI - Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;

VII - Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.

Junto ao CMN, funciona a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (COMOC)¹⁹. A COMOC é um órgão colegiado²⁰ de assessoramento técnico para o CMN, na formulação da política da moeda e do crédito do país. A COMOC manifesta-se previamente sobre os assuntos de competência do CMN²¹. Além da COMOC, a legislação prevê o funcionamento de mais sete comissões consultivas do CMN.

No que diz respeito especificamente ao mercado de capitais, o CMN dispõe da competência a ele atribuída nos termos do Art. 3º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, incluindo:

- definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de capitais;
- regular a utilização do crédito nesse mercado;
- fixar, a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições;
- definir as atividades da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil; e
- aprovar o quadro e o regulamento de pessoal da Comissão de Valores Mobiliários,

19 Criada pelo art. 9º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995.

20 Os integrantes da COMOC são: o Presidente do Banco Central do Brasil, na qualidade de Coordenador; o Presidente da Comissão de Valores Mobiliários; o Secretário-Executivo do Ministério do Planejamento e Orçamento; o Secretário-Executivo do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão; o Secretário-Executivo do Ministério da Fazenda; o Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda; o Secretário do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda; os quatro Diretores do Banco Central do Brasil, indicados pelo seu Presidente. (Art. 2º do Regimento Interno da COMOC, aprovado pelo Decreto nº 1.304 de 9 de novembro de 1994.)

21 Nos termos do art. 5º do Regimento Interno da COMOC (Decreto nº 1.304/94), a sua competência é: (i) propor a regulamentação das matérias de competência do CMN, previstas na Lei nº 9.069, de 1995; (ii) manifestar-se, previamente, sobre as matérias de competência do CMN, especialmente aquelas constantes da Lei 4.595/64; examinar requerimentos de vantagens fiscais e correlatas cuja concessão depende do CMN; e outras atribuições que lhe forem cometidas pelo CMN.

bem como fixar a retribuição do presidente, diretores, ocupantes de funções de confiança e demais servidores.

1.3.4. Entidade Supervisora do mercado financeiro: Banco Central do Brasil

O Banco Central do Brasil é a autoridade monetária brasileira, e funciona de acordo com as diretrizes estabelecidas pelo CMN. Antes da sua criação (em 1965), as funções atualmente a ele atribuídas eram desempenhadas pela Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), pelo Banco do Brasil e pelo Tesouro Nacional.

Entre as principais funções atribuídas ao Banco Central do Brasil, conforme previsto no Art. 10 da Lei nº 4.595/65, incluem-se:

- a emissão de moeda e execução dos serviços do meio circulante;
- a formulação, execução e acompanhamento das políticas monetária, creditícia e cambial, a fim de promover a estabilidade interna e externa da moeda;
- a formulação, execução e acompanhamento da política de relações financeiras com o exterior e administração e guarda das reservas;
- a supervisão e fiscalização do Sistema Financeiro Nacional, zelando pela estabilidade das instituições financeiras; e
- o recebimento de depósitos compulsórios dos bancos e concessão de crédito a eles.

O Banco Central do Brasil exercia ampla competência sobre o mercado de capitais até 1978, por meio de sua Gerência de Mercado de Capitais (GEMEC). Mesmo após a criação da Comissão de Valores Mobiliários, parte das atribuições concernentes à regulação do mercado de capitais ainda era desenvolvida pelo Banco Central do Brasil, existindo ainda, por longo período, um campo cinzento na delimitação da competência de ambas as autarquias (como, por exemplo, com relação aos fundos de investimentos, que passaram a ser de competência exclusiva da CVM apenas em 2002).

Atualmente, o Banco Central do Brasil exerce ainda algumas funções relacionadas ao mercado de capitais, principalmente no que diz respeito às corretoras, distribuidoras e instituições de custódia (responsável pela guarda de ativos), compensação (cálculo das obrigações líquidas dos participantes de um sistema de liquidação) e liquidação (conjunto de processos que efetiva a transferência de ativos e recursos financeiros entre compradores e vendedores). Estas instituições, por exemplo, devem, entre outras, ser previamente autorizadas a funcionar pelo Banco Central.

1.3.5. Entidade supervisora do mercado de capitais: Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada em 1976, pela Lei nº 6.385/76. Passou a funcionar efetivamente em 1978, absorvendo as competências da antiga GEMEC.

É o órgão regulador do mercado de capitais e, assim como o Banco Central do Brasil, deve atender às diretrizes determinadas pelo CMN.

A CVM é uma autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de:

- autoridade administrativa independente;
- ausência de subordinação hierárquica;
- mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes; e
- autonomia financeira e orçamentária.

A CVM é administrada por um Presidente e quatro Diretores, que integram o seu Colegiado (instância decisória máxima do órgão). Referidos integrantes são nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, com mandato de cinco anos, vedada a recondução. A cada ano um quinto dos membros do Colegiado é renovado.

Estão sujeitos ao poder regulamentar da CVM:

- as companhias abertas;
- as corretoras de valores mobiliários;
- as distribuidoras de valores mobiliários;
- os administradores de carteiras (conhecidos como gestores), analistas e consultores de valores mobiliários;
- os demais intermediários do mercado de capitais (principalmente bancos de investimentos);
- as bolsas de valores e de mercadorias;
- as entidades administradoras de mercado de balcão;
- as entidades de custódia, compensação e liquidação (também conhecidas como *clearing houses*);
- os fundos de investimento; e
- os investidores de modo geral.

A CVM, no exercício da sua atividade regulatória, dispõe de função normativa, que nos termos do art. 8º da Lei nº 6.385/76, recai sobre as matérias previstas na referida lei e na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades por Ações”). As principais matérias objeto do poder normativo da CVM são:

- a definição dos requisitos aplicáveis à obtenção do registro de companhias abertas;
- a definição de regras específicas aplicáveis às companhias abertas;
- a definição dos requisitos aplicáveis à obtenção do registro de ofertas públicas de valores mobiliários;
- a definição dos requisitos aplicáveis ao credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários;
- a definição das regras aplicáveis à organização, funcionamento e operações das bol-

sas de valores e de mercadorias;

- a definição de regras relativas à negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- a definição de regras relativas à administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- a definição de regras relativas à constituição e funcionamento de fundos de investimento; e
- a definição de regras de conduta relativas aos agentes que atuam no mercado de valores mobiliários.

O poder normativo da CVM está sujeito ao princípio da legalidade, de modo que as regras por ela estabelecidas não podem extrapolar os limites legais estabelecidos. Entretanto, devido ao dinamismo e às peculiaridades do mercado de capitais, seu poder normativo é mais amplo do que o de diversas outras autarquias.

1.4. Comitê de regulação e Fiscalização dos mercados Financeiro, de Capitais, de seguros, de Previdência e Capitalização (CoremeC)

O Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (COREMEC) foi instituído pelo Decreto nº 5.685, de 25 de janeiro de 2006, no âmbito do Ministério da Fazenda, com a finalidade de promover a coordenação e o aprimoramento da atuação das entidades da administração pública federal que regulam e fiscalizam as atividades relacionadas à captação pública da poupança popular.

O COREMEC é um órgão colegiado, de caráter consultivo, integrado pelo: (i) Presidente do Banco Central do Brasil e um Diretor do Banco Central; (ii) Presidente da Comissão de Valores Mobiliários e um Diretor dessa Autarquia; (iii) Secretário de Previdência Complementar, do Ministério da Previdência Social, e um Diretor dessa Secretaria; e (iv) Superintendente da Superintendência de Seguros Privados e um Diretor dessa Superintendência.

As atividades de secretaria-executiva do COREMEC serão exercidas pelo Banco Central do Brasil.

Nos termos do artigo 3º do Decreto nº 5.685/06, compete ao COREMEC, conforme pautas previamente apresentadas por seus membros para discussão:

- propor a adoção de medidas de qualquer natureza visando ao melhor funcionamento dos mercados sob a regulação e fiscalização do Banco Central, CVM, SUSEP e PREVIC;

-
- debater iniciativas de regulação e procedimentos de fiscalização que possam ter impacto nas atividades de mais de uma das entidades e órgãos que integram o CORE-MEC (Banco Central, CVM, SUSEP e PREVIC), tendo por finalidade a harmonização das mencionadas iniciativas e procedimentos;
 - facilitar e coordenar o intercâmbio de informações entre o Banco Central, CVM, SUSEP e PREVIC, inclusive com entidades estrangeiras e organismos internacionais; e
 - debater e propor ações coordenadas de regulação e fiscalização, inclusive as aplicáveis aos conglomerados financeiros.

2 REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

JULYA SOTTO MAYOR WELLISCH

*ADVOGADA, DIRETORA JURÍDICA DA VINCI PARTNERS, MESTRE EM DIREITO
COMERCIAL PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP), ESPECIALISTA EM
REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS PELA UNIVERSIDADE FEDERAL DO
RIO DE JANEIRO (UFRJ), EX-PROCURADORA FEDERAL, EX-PROCURADORA-
CHEFE DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO
DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM).*

2. REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Até onde se tem notícia, o termo regulação surgiu no século XVIII, inicialmente voltado à Mecânica, e, naquela época, referia-se a uma bola de ferro que atuava como uma espécie de peça reguladora das máquinas a vapor, para que fosse possível controlar o equilíbrio da pressão do vapor aquecido e, assim, evitar a explosão das máquinas.¹

Como lembra Moreira Neto, a noção de regulação, ainda conotada à ideia de equilíbrio, voltou a aparecer no século XIX, mas no âmbito da Biologia, para designar a função que mantém o balanço vital dos seres vivos, um conceito que, mais tarde, expandiu-se e foi aperfeiçoado com o estudo “*da função autopoietica, tendo alcançado as Ciências Sociais, a partir de sua adoção na Teoria Geral dos Sistemas, criada em 1951 por Ludwing von Bertalanfy [...], passando a ser descrita genericamente como a função que preserva o equilíbrio de um modelo em que interagem fenômenos complexos*”.²

É certo, contudo, que desde a Idade Média já se havia percebido a conveniência, e mesmo a necessidade, de harmonização de interesses complexos e, eventualmente, conflitantes para que, assim, fosse possível alcançar algum equilíbrio, ainda que circunscrito a de-terminado grupo ou classe. Foi o que se deu, por exemplo, por meio das corporações de ofício, as quais desenvolveram talvez os primórdios da noção de autorregulação.

Como função pública estatal – e, portanto, heterorregulação – embora seja comum a referência doutrinária à Lei Britânica de 1873 (*Regulation of Railways Act*) e à agência estadunidense *Interstate Commerce Commission*, de 1887, que visava regular os serviços interestaduais de transporte ferroviário, o exemplo pioneiro, porém ainda rudimentar, de regulação estatal foi instituído em 1837 pelo *Steamboat Inspection Service*, que disciplinava a navegação fluvial a vapor nos Estados Unidos da América.³

Também não pode deixar de ser mencionada, como marco jurisprudencial inicial da atividade reguladora do Estado, a decisão da Suprema Corte norte-americana de 1877, no caso *Munn v. Illinois*⁴, no qual restou decidido que qualquer atividade, revestida de “interesse público”, em que fosse empregada propriedade privada, seria passível de regulação por parte do Estado, não obstante o disposto na 14ª Emenda que visava proteger o caráter privado da propriedade. A partir desta decisão, diversas medidas regulatórias foram adotadas, sendo a maioria delas voltada para a área de infraestrutura⁵.

Afora essa brevíssima notícia histórica, e para que se possa avançar no estudo regulação do mercado de capitais, urge, em primeiro lugar, tecer algumas considerações a

1 Nesse sentido, vale consultar: ARNAUD, Andre Jean. Tradução de Vicente de Paulo Barreto. *Dicionário de Teoria e de Sociologia do Direito*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 682.

2 MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Direito Regulatório*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 68-69.

3 MOLINA, Ángel Manuel Moreno. *La Administración por Agencias en los Estados Unidos de Norteamérica*. Apud MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Direito Regulatório*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 134.

4 O inteiro teor da decisão encontra-se disponível em: <http://www.u-s-history.com/pages/h855.html>. Acesso em: 27 maio 2014.

5 Por exemplo: ferrovias, eletricidade, telefonia, trânsito etc.

respeito do conceito geral de regulação.

O tema não é dos mais simples. Embora o étimo da palavra acabe aludindo ao termo “regra”, é preciso ressaltar, desde logo, que a expressão aqui considerada não se restringe à edição de normas e regulamentos, abrangendo, como será visto adiante, outros atos, medidas ou procedimentos, inclusive de cunho executório, incidentes sobre determinadas relações privadas.

Baldwin, Cave e Lodge (2012) relatam a existência de, pelo menos, três acepções para a expressão *regulação*, que pode ser entendida como:

- a) um conjunto específico de comandos normativos, que envolve um agrupamento de regras coercitivas editadas por órgão público criado para esse fim específico;
- b) uma influência estatal deliberada, abrangendo, assim, toda ação estatal destinada a influenciar o comportamento social ou econômico;
- c) formas de controle social ou de influência econômica, nas quais todos os mecanismos capazes de afetar o comportamento humano são determinados por regras de natureza estatal ou não.⁶

A primeira das acepções acima, embora soe extremamente familiar para o jurista, parece por demais restritiva, ao passo que a terceira delas, apesar de não parecer incorreta, não será a adotada para os fins deste trabalho. Quando aqui se aludir ao termo **regulação**, estar-se-á fazendo referência a uma atividade de cunho tipicamente estatal, a qual, nada obstante, deve ser, necessariamente, complementada pela atividade privada de autorregulação, ou seja, por aquela erigida pela própria coletividade dos agentes de mercado.⁷

Parece mais adequada, portanto, a segunda acepção, de modo que o conceito de regulação abranja toda e qualquer medida estatal de condicionamento da atividade econômica, tenha ou não forma normativa. É como resume Moreira (1997): “*o essencial do conceito de regulação é o de alterar o comportamento dos agentes econômicos (produtores, distribuidores, consumidores), em relação ao que eles teriam se não houvesse regulação, isto é, se houvesse apenas as regras do mercado*”.⁸

6 BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Understanding Regulation*. 2. ed. Londres: Oxford, University Press, 2012, p. 2-3.

7 A autorregulação, assim como a regulação, também se desenvolve por mais de uma dimensão, abrangendo atividades de cunho normativo, executivo, fiscalizatório e sancionatório ou, como prefere Yazbek, atividades de “autodisciplina”. O fato de não se incluir no conceito de regulação essa atividade privada de autodisciplina em nada desmerece ou desqualifica a sua importância. Especialmente no âmbito do mercado de capitais, o sistema regulatório como um todo pressupõe, necessariamente, o adequado desempenho da função de autorregulação, a qual, no Brasil, é inclusive obrigatória na medida em que a própria lei impõe o seu exercício, conforme disposto no art. 17, parágrafo primeiro da Lei no 6.385/76. Sobre autorregulação dos mercados de bolsa, vale consultar CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do Mercado de Bolsa: Teoria Palco-plataia*. São Paulo: Almedina, 2011.

8 MOREIRA, Vital. *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*. Coimbra: Almedina, 1997, p. 36.

A expressão engloba, como ensina Yazbek (2007), uma série de atividades estatais que vão desde a criação de normas⁹, passando pela sua implementação por meio de determinados atos administrativos e pela fiscalização do seu cumprimento, até a aplicação de penalidades àqueles que infringirem as regras postas.¹⁰

Especificamente no que toca à regulação financeira, a doutrina estrangeira alude ao vocábulo inglês *regulation*, muitas vezes utilizado em conjunto com as expressões *supervision* e *monitoring*. Segundo Goodhart *et al.* (1998), há que se distinguir entre *regulation* (definida como o estabelecimento de regras específicas de comportamento¹¹), *monitoring* (que seria a fiscalização acerca do cumprimento dessas regras) e *supervision* (entendida como algo mais abrangente, no sentido de um constante acompanhamento e observação do comportamento das entidades financeiras).¹²

Em suma, e afora as talvez inevitáveis imprecisões terminológicas, decorrentes não apenas dos distintos idiomas, mas também das diferentes áreas da ciência que se propõem a estudar o fenômeno¹³, depreende-se, como bem sintetiza Yazbek¹⁴, que o termo regulação (*regulation*) pode ser adotado em sentido amplo “como designando o processo global, composto pela regulamentação (*‘regulation’* em sentido estrito) e pela supervisão”, a qual engloba todas as outras atividades de cunho executório, como os procedimentos de licenciamento, autorização ou registro; os atos de fiscalização das atividades desempenhadas pelos agentes de mercado; a aplicação de penalidades aos infratores, assim como as medidas de administração de crises.¹⁵

Historicamente, a análise econômica, especialmente a partir de Adam Smith¹⁶, não reconhecia a necessidade de intervenção do Estado na economia. A busca do interesse individual por meio da atividade econômica, produzindo e trocando bens, condu-

9 De origem legal (editadas pelo Parlamento) ou administrativa (editadas pelo Poder Executivo, especialmente pelos órgãos reguladores específicos).

10 YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 180.

11 Daí a confusão que pode surgir na importação do instituto para o Brasil, dado que os norte-americanos, como ressalta Grau, “usam o vocábulo *regulation* para significar o que designamos de ‘regulamentação’”. (GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*. São Paulo: Malheiro, 1996, p. 96).

12 GOODHART, Charles *et al.* *Financial Regulation: Why, how and where now*. Londres: Routledge, 1998, p. 189.

13 Tais como, por exemplo, as ciências jurídica, econômica e política.

14 YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 183.

15 Segundo Lastra, referindo-se especificamente à atividade bancária, “[b]ank supervision in a broad sense can be defined as a process with four stages or phases: licensing, supervision *stricto sensu*, sanctioning and crisis management, which comprises the central bank’s role of lender of last resort, deposit insurance schemes and bank insolvency proceedings. Bank regulation can be defined as the establishment of rules, both acts of the legislator (Congress or Parliament), and statutory instruments or rules of the competent authorities”. LASTRA, Rosa María. *Central Banking and Banking Regulation*. Financial Markets Group. London School of Economics. Londres: Wilson Moss Limited, 1996, p. 108.

16 Nada obstante essa tradicional e conhecida visão de Adam Smith, não pode deixar de ser registrado que, mesmo ele, há mais de 200 anos, reconhecia o caráter especial dos bancos e a necessidade de regulação estatal, ainda que tal pudesse violar, em alguma medida, a liberdade individual: “Sem dúvida, tais regulamentos podem ser considerados sob certo aspecto uma violação da liberdade natural. Todavia, tais atos de liberdade natural de alguns poucos indivíduos, pelo fato de poderem representar um risco para a segurança de toda a sociedade, são e devem ser restringidos pelas leis de todos os governos; tanto dos países mais livres quanto dos mais despóticos. A obrigação de erguer muros refratários, visando a impedir a propagação de um incêndio, constitui uma violação da liberdade natural, exatamente do mesmo tipo dos regulamentos do comércio bancário aqui propostos” (SMITH, Adam. *Investigação sobre a natureza e as causas da riqueza das nações*. 3. ed. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo: Nova Cultural, 1988, v. 1, p. 248).

ziria ao bem comum, de modo que a interferência estatal, além de inútil, poderia ter efeitos nocivos para essa busca do interesse individual.

Foi somente a partir da chamada “Teoria do bem-estar” que o pensamento econômico passou a tratar da intervenção do Estado na economia,¹⁷ seguindo-se, a partir daí, uma série de estudos que visavam investigar as condições sob as quais o mercado atuaria no sentido de promover o bem comum.

De acordo com o primeiro teorema fundamental do bem-estar social,¹⁸ entende-se que: (i) se existir um número suficiente de mercados; (ii) se todos os consumidores e produtores se comportarem competitivamente; e (iii) se existir equilíbrio, a alocação de recursos no equilíbrio será ótima no sentido de Pareto.¹⁹

A existência de mercados “em número suficiente” suscita o problema das externalidades. Em geral, há externalidade sempre que uma atividade de natureza econômica de um agente gerar um custo ou um benefício, sem que o agente em questão tenha que arcar com este custo ou possa ser remunerado pelo benefício.²⁰ Assim, externalidades surgem em função da ausência de um mercado que determine a alocação deste custo ou benefício. Quando isto ocorre, custos e benefícios que poderiam ser minimizados ou maximizados socialmente deixam de sê-lo, e o mercado **falha** na sua tarefa de gerar uma alocação Pareto-ótima.²¹

Reconheceu-se, assim, que o mercado poderia apresentar **falhas** (as chamadas **falhas de mercado**²²) e ser, portanto, ineficiente no sentido de Pareto. A solução para corrigir essas falhas seria, então, a interferência do Estado na economia por meio de tributos, subsídios, incentivos, regulação, ou mesmo atuação direta como agente econômico, de forma a promover um nível superior de bem-estar social.

Além disso, para que fosse possível alcançar o equilíbrio e, assim, permitir o funcionamento eficiente do mercado no sentido paretiano, os preços deveriam decorrer da livre interação entre ofertantes e demandantes, sem que qualquer agente isolado

17 É de Pigou a obra inaugural acerca do assunto. PIGOU, Arthur C. *The Economics of Welfare*. 4. ed. 1932. Disponível em: <<https://ia600307.us.archive.org/24/items/economicsofwelfa00pigouoft/economicsofwelfa00pigouoft.pdf>>. Aces-so em: 03 jun. 2014.

18 LEDYARD, John O. *Market Failure*. In: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*. Londres: Macmillan, 1987, p. 328.

19 Pela teoria econômica, uma situação é ótima no sentido de Pareto se não for possível melhorar a situação de um agente sem degradar a situação de qualquer outro agente econômico. Tal como define SANDRONI, ótimo de Pareto é a situação “em que os recursos de uma economia são alocados de tal maneira que nenhuma reordenação diferente possa melhorar a situação de qualquer pessoa (ou agente econômico) sem piorar a situação de qualquer outra” (SANDRONI, Paulo. *Novíssimo Dicionário de Economia*. 11. ed., São Paulo: Editora Best Seller, 2003, p. 437.).

20 Nas lições de STIGLITZ, “[...] externalities, where an individual or firm’s action have consequences for others for which he neither compensates nor is compensated” (STIGLITZ, Joseph E. *Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation*. In: BALLEISEN, Edward J.; MOSS, David A. (Ed.). *Government and Markets: Toward a New Theory of Regulation*. Cambridge: University Press, 2010, p. 19).

21 Conforme FIANI, Ronaldo. *Teoria da Regulação Econômica: Estado Atual e Perspectivas Futuras*. Disponível em: https://www.academia.edu/1874689/Teoria_da_regulacao_C3%A7%C3%A3o_econ_C3%B4mica_estado_atual_e_perspectivas_futuras. Acesso em: 28 maio 2014.

22 As quais serão adiante analisadas, notadamente aquelas que tocam o sistema financeiro.

pudesse impor preços ou condições. Como ensina Forgioni (2012), estando ausente o pressuposto da concorrência, o agente que esteja em posição dominante e, portanto, com maior poder de mercado, não estará sujeito às pressões de seus concorrentes, ao passo que aqueles que precisem com ele contratar restarão em posição de sujeição.²³

Depreende-se, assim, que a regulação econômica floresceu a partir da identificação do problema das falhas de mercado, dentre elas as situações de externalidades e, especialmente, da tentativa de controle e disciplina dos comportamentos monopolistas. Em sua origem, portanto, a regulação econômica tinha como propósito primordial a proteção dos consumidores contra a imposição de preços naqueles produtos em que a oferta se dava em um mercado de pouca concorrência (entre poucos agentes), além de atuar no sentido de corrigir situações em que o preço não refletia o custo total, incluindo as externalidades.

Antes do reconhecimento da existência das falhas de mercado, portanto, o pressuposto era de que o Estado deveria agir no sentido de garantir ou preservar a concorrência. Como destaca Benjó, a competição “é um mecanismo prodigioso”: por um lado, o da oferta, cada empresa tenta maximizar o lucro realizado, enfrentando a concorrência, sem qualquer preocupação com o benefício social; por outro, o lado da demanda, os consumidores buscam maximizar as suas próprias utilidades com comportamentos absolutamente individuais. “E, nesse contexto, a resultante desse ‘egoísmo coletivo’ é a maximização do bem-estar social”.²⁴ Essa seria, como enfatiza Moreira Neto, a maravilha do mercado: a combinação dos egoísmos de agentes produtores e consumidores transformada em bem-comum pelo mecanismo espontâneo da competição.²⁵

Contudo, nem sempre esse mecanismo espontâneo da competição estará presente, o que atrai a necessidade de intervenção do Estado. E foi justamente a partir desse mote que se desenvolveu a teoria da regulação econômica.

Assim, e na medida em que se reconhece que os mercados são imperfeitos e que, portanto, não só podem como, de fato, geram falhas e externalidades acentuadas – e aí reside, insista-se, o fundamento da intervenção estatal na economia, impõe-se a atuação do Estado,²⁶ que age no sentido de corrigir essas deformações e, assim, impor regras e adotar medidas que possam recuperar o equilíbrio do mercado.

No âmbito específico da regulação financeira, a justificativa econômica básica para sua existência também parte da mesma linha essencial que fundamentou a necessidade

23 FORGIONI, Paula Andrea. Os fundamentos do Antitruste. 5. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 259: “A posição dominante implica sujeição (seja dos concorrentes, seja de agentes econômicos atuantes em outros mercados, seja dos consumidores) àquele que o detém. Ao revés, implica independência, liberdade de agir sem considerar a existência ou o comportamento de outros sujeitos”.

24 BENJÓ, Isaac. Fundamentos da Economia da Regulação. Rio de Janeiro: Thex Editora, 1999, p. 67.

25 MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Direito Regulatório. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 77.

26 Como adverte Moreira Neto, a intervenção do Estado na economia também depende do concurso da sociedade que, além de legitimá-la, também deve atuar no sentido de definir, em conjunto com o Estado, o que seja a intervenção considerada suficiente e necessária, de acordo com o momento histórico de cada país e em cada setor.

de regulação dos demais setores da economia, qual seja, a necessidade de o Estado intervir para a correção das falhas de mercado.²⁷

Juridicamente, a Constituição da República de 1988, especialmente em seu art. 174, embasa a intervenção do Estado no domínio econômico para regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, a fim de compatibilizar o princípio da liberdade econômica e da livre iniciativa com a defesa dos direitos e interesses sociais.

Em termos legais, o poder regulamentar da CVM encontra-se positivado no inciso I do art. 8º da Lei nº 6.385/76, que prevê a competência da Autarquia para regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), as matérias expressamente previstas na própria Lei nº 6.385/76 e na lei societária (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

Antes de tratar dos específicos fundamentos jurídicos que embasam a regulação do mercado de valores mobiliários, parece necessário ressaltar que a análise dessa competência legal atribuída à CVM parte da premissa de que regulamentar não é só reproduzir analiticamente a lei, ou simplesmente estabelecer a cor do formulário a ser preenchido pelo administrado. Como ensina Caio Tácito, o poder regulamentar implica, necessariamente, na possibilidade de ampliação e complementação da lei, “segundo seu espírito e conteúdo, sobretudo nos aspectos que a própria lei, explícita ou implicitamente, outorga à esfera regulamentar”.²⁸

Sendo assim, e partindo da premissa da absoluta impossibilidade de a lei, exaustiva e previamente, estabelecer todas as condutas que o administrador público deveria praticar para resguardar o interesse público que lhe impende tutelar, notadamente em searas de marcado dinamismo como a econômica, foi imposta ao legislador a necessidade de outorgar à Administração cada vez mais liberdade para determinar a real dimensão e o exato conteúdo dos preceitos legais que lhes dizem respeito.²⁹

Nesse sentido, Canotilho ensina:

27 Não se desconhece, é bom registrar, toda a teoria construída principalmente a partir da denominada Escola de Chi-cago, segundo a qual a regulação pública importaria em problemas e custos sensivelmente superiores e mais relevantes do que as deformações que ela pretendia evitar. Nesse sentido, por exemplo, as contribuições de Stigler, Peltzman e Becker, as quais deslocaram o eixo do debate sobre regulação econômica para além da mera correção das “falhas de mercado”, contrapondo-as às chamadas “falhas de governo”. Buscavam também superar o dilema do regulador benevolente-capturado, estabelecendo, para tanto, parâmetros de análise mais sofisticados do que aqueles adotados anteriormente. A Escola não nega, contudo, a existência das “falhas de mercado”; ela apenas diverge quanto à forma de tratamento ou de correção dessas falhas. Nada obstante, e embora não se possa deixar de reconhecer os efeitos e custos não intencionais da regulação estatal, os quais precisam ser objeto de análise e tratamento, o fato é que, empiricamente e notadamente após a última crise financeira mundial, a regulação pública ainda se fundamenta e legitima a partir das distorções e insuficiências do sistema de mercado ou, simplesmente, a partir das “falhas de mercado” (STIGLER, George J. *The Theory of Economic Regulation*. *Bell Journal of Economics and Management Science*, v. 2, p. 3-21, Spring 1971; PELTZMAN, Sam. *Toward a More General Theory of Regulation*. *Journal of Law and Economics*, v. 19, p. 211-240, 1976; BECKER, Gary S. *A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence*. *Quarterly Journal of Economics*, v. 98, p. 371-400, 1983).

28 TÁCITO, Caio. Comissão de Valores Mobiliários. Poder Regulamentar, in *Temas de Direito Público*, Renovar: 1997, Tomo 2, p. 1079.

29 ARAGÃO, Alexandre Santos de. Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 401-402.

As leis continuam como elementos básicos da democracia política (...), mas deve reconhecer-se que elas se transformaram numa política pública cada vez mais difícil, tornando indispensável o afinamento de uma teoria geral da regulação jurídica. (...) A idéia de que a lei é o único procedimento de regulação jurídico-social deve considerar-se ultrapassada (A. Rhinow, N. Achterberg, U. Karpen, E. Baden). A lei é, ao lado das decisões judiciais e das 'decisões' da administração, um dos instrumentos da regulação social.³⁰

É óbvio, nada obstante, que existem limites ao exercício desse poder, o qual não pode contrariar disposição expressa de lei. Contudo, e em pleno século XXI, a discussão não pode centrar-se na vetusta interpretação do princípio da separação dos poderes, concebido por Montesquieu como arma contra a concentração de poder característica do Absolutismo.³¹

Impõe-se, assim, uma releitura do princípio da separação dos poderes, que passa a ser interpretado de acordo com a realidade constitucional atual, na qual o princípio da legalidade vem sofrendo evidente transformação. Como destaca Alexandre Santos de Aragão, passa-se de uma concepção de lei geral e abstrata de tradições liberais oitocentistas a uma legislação de caráter administrativo própria do Estado interventor, delineando uma tendência à expansão das normatizações setoriais, fruto de um ordenamento jurídico pluralista e dotado de vários centros de poder.³²

O alargamento cada vez maior da atuação normativa do Poder Executivo é consequência inexorável da transformação do próprio Estado de Direito, que abandonou o papel de mero garantidor do status quo que lhe era atribuído pela doutrina liberal de outrora, para assumir funções de agente transformador das atividades social e econômica, por meio, inclusive, da criação de empresas estatais (welfare state) e, posteriormente, deixando de ser agente econômico para passar a exercer funções de órgão regulador e fomentador da economia (neoliberalismo).³³

Assim, a intervenção do Estado sobre as atividades econômicas, embora dependa essencialmente de expressa disposição legal, mormente quanto ao estabelecimento de finalidades e princípios gerais, merece ser disciplinada por meio de normas administrativas reguladoras, que denotam maior autonomia e agilidade para a regulação da complexa e dinâmica realidade social subjacente.

O escopo da atividade reguladora vem sempre definido como o atingimento de um resultado prático que alie a maior satisfação do interesse público substantivo com o menor sacrifício possível de outros interesses constitucionalmente protegidos, bem

30 CANOTILHO, José Joaquim Gomes. Relatório sobre Programa, Conteúdo e Métodos de um Curso de Teoria da Legislação, Separata do Vol. LXIII do Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, p. 9; 22-23.

31 MONTESQUIEU, Charles de. O espírito das Leis. São Paulo: Abril, 1985.

32 ARAGÃO, Alexandre Santos de. Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico, Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 403-404.

33 SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Jula Sotto Mayor; BARROS José Eduardo Guimarães. Notas sobre o Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários - CVM na atualidade. In Revista de direito bancário e do mercado de capitais, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 9, n. 34, p. 69-84, out./dez. 2006.

como, secundariamente, com o menor dispêndio de recursos públicos disponíveis.³⁴

Dessa forma, infere-se que a Lei nº 6.385, já em 1976, considerando inclusive o dinamismo próprio do mercado de valores mobiliários e a necessidade de soluções técnicas permanentemente adaptáveis e flexíveis, sabiamente atribuiu à CVM importante competência reguladora para disciplinar as atividades por ela fiscalizadas, dotadas de particular complexidade técnica e constantemente suscetíveis a mudanças econômicas e tecnológicas.

E nem se diga que, neste ponto, a lei não teria sido recepcionada pela Constituição de 1988, face à suposta incidência do art. 25 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT). A mera leitura deste preceito constitucional transitório indica que o ADCT somente revogou as delegações feitas a órgãos do Poder Executivo de competências que, a partir da Constituição então promulgada, passaram a ser por ela assinaladas ao Congresso Nacional. Assim, e na medida em que a Constituição Federal de 1988 não prevê que o Congresso Nacional deva regular as matérias expressamente previstas nas Leis nos 6.385/76 e 6.404/76, revela-se de todo inaplicável à CVM o disposto no art. 25 do ADCT.³⁵

Além do mais, no caso da CVM, não há que se falar em delegação de atividade legislativa, uma vez que, como visto, o fundamento de validade do poder regulamentar da Autarquia encontra expressa previsão constitucional no art. 174 da CRFB/88, que outorgou ao Estado – e não delegou – competência normativa, enquanto “regulador da atividade econômica”.

Por oportuno, também não pode deixar de ser registrado que a regulação exercida pela CVM (art. 8º, § 3º, da Lei nº 6.385, de 1976) conta com a relevante característica da consensualidade que, além de legitimar ainda mais a atuação do órgão regulador, amplia o controle de juridicidade que deve ser exercido sobre ele. Aliás, é interessante notar que, embora a lei apenas faculte à CVM a realização de consultas públicas acerca de seus projetos de atos normativos, a Autarquia tem adotado, como tônica de sua atuação reguladora, a obrigatória submissão de suas normas à prévia audiência dos participantes do mercado e de quaisquer interessados.³⁶

Sobre a importância da consensualidade inerente ao sistema de regulação pelo Estado, vale citar as lições de Moreira Neto, que ensina:

[O] manejo da consensualidade se apresenta mais vantajoso do que a imposição da imperatividade.

34 Ibidem.

35 No mesmo sentido, vale citar as decisões proferidas pelo Colegiado da CVM nos seguintes processos administrativos sancionadores (PAS): Inquérito Administrativo CVM nº 06/2000, Relator Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, julgado em 22/08/2002 e PAS CVM nº 15/1990, Relator Diretor Otavio Yazbek, julgado em 24/08/2010.

36 Pelo menos a partir de 2005, todas as Instruções e Deliberações da CVM que continham regras capazes de afetar, ainda que minimamente, a esfera de terceiros, foram precedidas de audiência pública.

A crescente importância dos instrumentos consensuais na governança moderna vem alicerçada em sólidas premissas: aprimorar a governabilidade pelo incremento da eficiência; reduzir o abuso de poder pela ampliação do controle da legalidade; facilitar a aceitação da decisão pela participação legítima; melhorar o atendimento dos interesses envolvidos, aperfeiçoando a licitude; elevar o senso de responsabilidade dos administrados sobre a res pública, resultando no aperfeiçoamento do civismo, e garantir maior aceitabilidade social, do que resulta incremento na ordem.

Por isso, como averbou Caio Tácito, com sua habitual precisão e atualidade, hoje estamos presenciando a um ‘crescente número de modelos de colaboração...mediante a perspectiva de iniciativa popular ou de colaboração privada no desempenho de funções administrativas’.

[...]

Deflui do exposto que o exercício integrado dessa função compósita de regulação evidencia algumas características absolutamente novas, tais como:

[...]

2º) – uma nova visão administrativa especializada, que hoje se legitima pelos resultados e não apenas pelo cumprimento de trâmites burocráticos;

3º) – um novo tipo normativo que não apenas considera as razões da conduta individual, como o faz a normatividade tradicional, mas também as suas consequências específicas sobre o setor regulado.³⁷

Esclarecidos esses aspectos preliminares, convém salientar, em primeiro lugar, que o exercício do poder normativo da CVM objetiva, primordialmente, a manutenção da eficiência e da confiabilidade do mercado de valores mobiliários, condições consideradas fundamentais para assegurar o regular desenvolvimento desse mercado, inclusive em linha com as finalidades expressamente previstas no art. 4º da lei.

Para tanto, o modelo fundamental de regulação das atividades econômicas no âmbito do mercado de valores mobiliários baseia-se no princípio da informação completa a ser prestada pelos agentes do mercado de capitais ao público investidor (full disclosure). Conforme assenta Comparato acerca do modelo básico da regulação do

37

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Direito Regulatório. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 95-97.

mercado de capitais nos Estados Unidos, a ideia central que orientou a elaboração das leis de 1933 e 1934 foi exposta, pioneiramente, por Brandeis, na sua série de artigos para a revista política Harper's Weekly, posteriormente reunida na conhecida obra, de 1914, *Other People's Money And How the Bankers Use It*.

Era a profilaxia do mercado, por meio da mais ampla e completa informação ao público. Na sempre repetida frase, inserida no capítulo 5 da aludida obra (apropriadamente intitulada "O que a publicidade pode fazer"): "assim como a luz solar é tida como o melhor dos desinfetantes, a luz elétrica é o mais eficiente policial".³⁸

A lei, segundo as lições de Brandeis, não deveria tentar evitar que os investidores fizessem maus negócios. O controle e a intervenção estatal seriam, como recorda Comparato, um remédio pior do que a moléstia. O pressuposto deveria ser que o investidor é adulto o suficiente para, uma vez adequadamente informado, tomar as decisões econômicas que julgar mais convenientes, de acordo com o seu próprio perfil e interesse:

*O princípio econômico que se encontra na base dessa teoria é a chamada "hipótese do mercado de capitais eficiente". Ela supõe, antes de mais nada, que o investimento em valores mobiliários é um processo racional e que, por conseguinte, a sua cotação reflete o nível de informação disponível no mercado. O investidor em títulos adota, pois, um modelo específico de comportamento em tudo e por tudo semelhante à hipótese do homo oeconomicus da escola liberal. [...] O Securities Act, de 1933, e o Securities Exchange Act, do ano seguinte, de modo ainda mais amplo, assentaram todo o sistema de regulação do mercado de capitais no princípio da full disclosure.*³⁹

Mesmo a perfunctória análise da atual regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro revela a sua nítida inspiração na regulação do mercado norte-americano, que foi erigida e está conformada, em linhas gerais, pelas mencionadas leis de 1933 e 1934⁴⁰ e, portanto, no princípio da full disclosure.⁴¹

38 No original: "Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman". Disponível em: <<http://www.law.louisville.edu/library/collections/brandeis/node/191>>. Acesso em: 25 set. 2012.

39 COMPARATO, Fábio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Direito Mercantil*, v. 55, p. 58.

40 Nessa linha, SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medida; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais – Regime Sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012.

41 Nesse sentido, por exemplo, GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direitos das minorias nas sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 65, 1986, p. 106-111: "Especial ênfase foi dada ao regime de informação aos acionistas, mediante a determinação de padrões explícitos e mais amplos para as demonstrações financeiras (arts. 176 a 188), sob a égide do princípio da full disclosure".

Antes dessas leis, contudo, vigoravam nos Estados Unidos as chamadas blue sky laws⁴², que visavam proteger o investidor de distribuições públicas de valores mobiliários sem qualquer respaldo de ordem econômica.

O método de intervenção aplicado pelas blue sky laws era substancialmente diferente da opção ao final adotada pelas leis da década de 1930. Naquelas, era conferido ao Estado um amplo poder discricionário para conceder ou não o registro de uma emissão de valores mobiliários, com base na sua avaliação sobre a qualidade do investimento publicamente ofertado (regulação pelo mérito):

[...] The bank commissioner was given broad discretion not to grant a permit if he found any aspect of a company's business to be 'unfair, unjust, inequitable, or oppressive to any class of contributors, or if he decides from his examination of its affairs that said investment company is not solvent and does not intend to do a fair and honest business, and in his judgment does not promise a fair return on the stocks, bonds or other securities by it offered for sale.'⁴³

Como se sabe, essas leis estaduais, apesar de extremamente interventivas, não foram capazes de evitar todas as fraudes e manipulações de mercado que resultaram na quebra da Bolsa de Nova York em 1929. Afora a incapacidade, inclusive operacional, e a falta de expertise do Estado para lidar com tamanha responsabilidade de avaliar a qualidade dos investimentos ofertados ao público, as blue sky laws, segundo relatos e testemunhos perante o Congresso americano logo após a quebra de 1929, sequer tiveram a chance de apresentar algum sucesso, especialmente pelo fato de serem leis meramente estaduais e, conseqüentemente, de aplicação restrita aos respectivos territórios.

Portanto, e considerando os limites de aplicação das blue sky laws, bastava que a oferta pública de ações fosse destinada a mais de um estado, que a lei estadual não poderia ser aplicada. Aliás, a associação de bancos de investimento norte-americana chegou a recomendar, em 1915, que os seus associados simplesmente ignorassem todas as blue sky laws "by making offerings across state lines through the mails"^{44 45}

42 "As early as 1911 the failure of lax state corporation statutes to prevent securities fraud gave rise to the first significant legislative response when Kansas enacted the first well-known state securities law, popularly known as a "blue sky" law, since it was intended to check stock swindlers so barefaced they "would sell building lots in the blue sky" (SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street – A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*. New York: Aspen Publishers, p. 44.).

43 Ibid., p. 44.

44 Ibid., p. 45.

45 A propósito, é curioso lembrar que, no curso das discussões políticas e legislativas que sucederam a crise de 1929 e, ao final, deram ensejo à edição do Securities Act de 1933 e do Securities and Exchange Act de 1934, uma das propostas apresentadas foi a de que a análise, a supervisão e o registro de emissões públicas de valores mobiliários e de operações realizadas em bolsas de valores deveriam ser atribuídos, passem, aos Correios: "In mid-January 1933, Untermyer forwarded a Bill 'to prevent the use of the mails and of the telegraph and telephone in furtherance of fraudulent and harmful transactions on stock exchange'. As convinced in 1933 as he had been in 1914 that the only method to guarantee the constitutionality of the bill was to grant enforcement powers to the Post Office, Untermyer formulated his bill to give the Postmaster General sweeping powers to issue regulations and prohibitions concerning transactions on the stock exchange, new securities issuances, periodic corporate financial statements, and the membership of the stock exchange". SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street – A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, New York: Aspen Publishers, p. 51-52.

Como explica Galbraith, não se sabe ao certo quando o boom do mercado de valores mobiliários dos anos 1920 teve início.⁴⁶ No princípio da década, o preço das ações não apresentava patamares elevados, tendo iniciado uma trajetória de alta contínua somente a partir do segundo semestre de 1924. Dia após dia, mês após mês, as ações se valorizavam. Os ganhos não eram, até então, de grande monta, mas a continuidade daquela trajetória de valorização fazia transparecer um relevante grau de confiabilidade e segurança no mercado de capitais.

A partir do segundo trimestre de 1928, o mercado começou a se valorizar não da ma-neira lenta e gradual como antes vinha ocorrendo, mas súbita e rapidamente, a níveis até então inimagináveis de alavancagem e, conseqüentemente, de desmedida especulação:

[...] the amount of speculation was rising very fast in 1928. Early in the twenties the volume of brokers' loans— because of their liquidity they are often referred to as call loans or loans in the call market— varied from a billion to a billion and a half dollars. By early 1926 they had increased to two and a half billions and remained at about that level for most of the year. During 1927 there was another increase of about a billion dollars, and at the end of the year they reached \$3,480,780,000.

This was an incredible sum, but it was only the beginning. In the two dull winter months of 1928 there was a small decline and then expansion began in earnest. Brokers' loans reached four billion on the first of June 1928, five billion on the first of November, and by the end of the year they were well along to six billion. Never had there been anything like it before.

People were swarming to buy stocks on margin— in other words, to have the increase in price without the costs of ownership.⁴⁷

Como indica a doutrina, a percepção generalizada de que a experiência da Primeira Guerra Mundial jamais se repetiria caracterizou o otimismo predominante na década de 1920⁴⁸, o que alimentava, ainda mais, a crença na solidez do mercado de capitais.

Desde setembro de 1929, contudo, o mercado já começava a apresentar alguns sinais de queda. Com a economia americana já despontando um início de recessão, dados os baixos níveis de produção industrial e comercial que então eram verificados, os preços das ações despencaram violenta e repentinamente, gerando uma espiral de vendas maciças e constantes, chamadas de margem, para fazer frente àqueles níveis extraordinários de alavancagem a que as instituições financeiras e os demais investidores estavam expostos.

46 GALBRAITH, John Kenneth. *The Great Crash 1929*. New York: Mariner Books, 2009, p. 7.

47 *Ibid.*, p. 20-21.

48 ROGOFF, Kenneth S.; REINHART, Carmen M. *Oito séculos de delírios financeiros: desta vez é diferente*. Tradução Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 16.

De repente, não havia mais compradores para aqueles papéis que, dias antes, eram tão atrativos. Toda aquela euforia se transformou em pânico:

Selling began as soon as the market opened and in huge volume. Great blocks of stock were offered for what they would bring; in the first half hour sales were at a 33,000,000-a-day rate. The air holes, which the bankers were to close, opened wide. Repeatedly and in many issues there was a plethora of selling orders and no buyers at all. The stock of White Sewing Machine Company, which had reached a high of 48 in the months preceding, had closed at 11 the night before. During the day someone— according to Frederick Lewis Allen it was thought to have been a bright messenger boy for the Exchange— had the happy idea of entering a bid for a block of stock at a dollar a share. In the absence of any other bid he got it. Once again, of course, the ticker lagged— at the close it was two and a half hours behind. By then, 16,410,030 sales had been recorded on the New York Stock Exchange— some certainly went unrecorded— or more than three times the number that was once considered a fabulously big day. The Times industrial averages were down 43 points, canceling all of the gains of the twelve wonderful months preceding.⁴⁹

Em seguida, vieram as falências, o desemprego e uma profunda recessão econômica que ceifou os recursos dos governos – americano e mundo afora – à medida que a deflação empurrava para cima as taxas de juros reais.

Era necessário, portanto, agir para fazer voltar à ordem o caos gerado pelo crash. Como recorda Huberman, o colapso foi total: viu-se esmagada a estrutura de crédito, paralisada a indústria, milhões de desempregados, arruinados os fazendeiros e a pobreza imperando. “A vida econômica, deixada à sua própria sorte, terminara em desastre. Não mais devia estar entregue a si. Devia ser tomada pela mão e orientada.”⁵⁰

Seguiram-se, então, intensos debates perante o Congresso americano, os quais, embora desafiassem a ideologia liberal prevalecente desde a Revolução Americana de 1776, acabaram por concluir que o mercado de capitais envolvia um interesse público de cunho nacional, o que, por conseguinte, atraía a necessidade de regulação estatal, inclusive a nível federal.

Como lembram Coffee Jr. e Seligman, a legislação especial editada nos primeiros anos da Grande Depressão decorreu de duas percepções básicas. A primeira de que havia uma crise de confiança dos investidores, que se encontravam em situação de extrema vulnerabilidade diante de um mercado pouco informado e de excessivas fraudes e manipulações, e a segunda de que a grande depressão que se seguiu ao colapso da bolsa de Nova York de 1929 afetou sensivelmente não apenas os participantes do mercado e a confiança dos investidores, mas também a própria economia americana, gerando

49 GALBRAITH, John Kenneth. *The Great Crash 1929*. New York: Mariner Books, 2009, p. 111.

50 HUBERMAN, Leo. *História da riqueza do homem*. 21. ed., Rio de Janeiro: Editora Guanabara, 1986, p. 293.

efeitos, portanto, para todo o país. Daí o interesse público na sua regulação que, além de assegurar a existência de um mercado íntegro, precisa proteger a confiança do investidor.⁵¹

A partir dessa dupla percepção, declarou-se, expressamente, na Seção 2 do Securities and Exchange Act de 1934 que as operações com valores mobiliários realizadas através das bolsas de valores e do mercado de balcão organizado “are effected with a national public interest which makes it necessary to provide for regulation and control of such transactions”.

Uma vez reconhecida a necessidade de intervenção do Estado, os embates parlamentares da época, para além das investigações que procuravam apontar os culpados pelo colapso de 1929, centraram-se na dicotomia entre as seguintes abordagens regulatórias: (i) a “regulação pelo mérito do investimento”, conforme já era previsto, a nível estadual, pelas blue sky laws, que deixavam a cargo do Estado a seleção discricionária dos valores mobiliários que poderiam ser distribuídos publicamente; ou (ii) a “regulação pela informação”, em linha com as lições de Brandeis que, como já mencionado, sustentava ser a publicidade o melhor remédio para proteção dos investidores contra as iniquidades verificadas durante os anos que precederam a crise.

Enfim, após intensos debates, a opção regulatória que se adotou, capitaneada pelo então presidente norte-americano, Franklin Delano Roosevelt, foi a de exigir a transparência das informações dos emissores de valores mobiliários (“regulação pela informação”) sem, contudo, entrar-se no mérito da emissão. Assim, a análise da qualidade do emissor e dos títulos ofertados ao público caberia ao investidor. A proteção estatal se daria, portanto, por meio da informação.⁵²

A propósito, vale citar o seguinte trecho da exposição de motivos do Securities Act de 1933, na qual Roosevelt, nitidamente inspirado na obra de Brandeis, enfatizou:

The Federal Government cannot and should not take any action which might be construed as approving or guaranteeing that newly issued securities are sound in sense that their value will maintained or that the properties they represent will earn profit. There is, however, an obligation upon us to insist that every issue of new securities to be sold in interstate commerce shall be accompanied by full publicity and information, and that no essentially important element attending the issue shall be concealed from the buying public.

This proposal adds to the ancient rule of caveat emptor the further doctrine: “Let the seller also beware.” It puts the burden of telling the whole truth on the seller. It should give impetus to honest dealing in securities and thereby bring back public confidence.

51 COFFEE JR., John C. e SELIGMAN, Joel. Securities Regulations: Cases and Materials, 9. ed., Nova York: Foundation Press, 2003, p. 2.

52 Como destaca Sztajn, “a informação é vital ao eliminar, ao menos parcialmente, a incerteza e permitir a tomada de decisões qualitativamente melhores” (SZTAJN, Rachel. Direito Societário e Informação. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge e GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 225.).

A partir de então se criou um sistema de registro dual, que passou a exigir o registro de emissores e emissões, criando, neste ensejo, uma série de obrigações informacionais a serem divulgadas aos investidores no tempo, na forma e de acordo com o conteúdo determinado pela regulamentação.⁵³

Pelo sistema registrário criado pelo Securities Act de 1933 e pelo Securities and Exchange Act de 1934, a distribuição pública de valores mobiliários passou a depender, como regra geral⁵⁴, de registro na então criada Securities and Exchange Commission (SEC) destinado, essencialmente, a garantir a todos os investidores em potencial e ao mercado como um todo o acesso a todas as informações necessárias à sua tomada de decisão de investimento.⁵⁵

Além da divulgação exigida no momento da distribuição pública (mercado primário), a lei instituiu ainda um regime complementar de divulgação periódica de informações para alimentar, e mesmo viabilizar, o mercado secundário⁵⁶. Impôs-se, assim, um modelo em que todas as informações referentes ao emissor, tais como, atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre tais dados, valores mobiliários emitidos, sejam periodicamente disponibilizadas ao público.

A legislação brasileira também seguiu o modelo informacional estabelecido pela regulamentação estadunidense.

53 Segundo Loss e Seligman, a primeira legislação a exigir a apresentação de um prospecto para distribuição pública foi o Companies Act de 1844, na Inglaterra, seguido pelo Ato de 1867, que especificou as informações que dele deveriam constar: "The 1844 Act introduced the principle of compulsory disclosure through the registration of prospectuses inviting subscriptions to corporate shares. But it was not until the Companies Act of 1867 that the contents of the prospectus were in any way specified" (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. Fundamentals of securities regulation. 5. ed. New York: Aspen Publishers, 2004, p. 3.).

54 Foi conferida à SEC, nada obstante, ampla competência para dispensar a exigência de registro. Nesse sentido, por exemplo, a Seção 28 do Securities Act de 1933, conforme alterada: "The Commission, by rule or regulation, may conditionally or unconditionally exempt any person, security, or transaction, or any class or classes of persons, securities, or transactions, from any provision or provisions of this title or of any rule or regulation issued under this title, to the extent that such exemption is necessary or appropriate in the public interest, and is consistent with the protection of investors".

55 Em conjunto com as exigências informacionais então impostas, a legislação também instituiu um completo regime de responsabilidade dos administradores pelas informações divulgadas, além de vedar a prática de quaisquer atos fraudulentos no âmbito do mercado de capitais. Nesse sentido, a conhecida regra americana Rule 10b-5 ("Rule 10b-5 Employment of Manipulative & Deceptive Devices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange: a. to employ any device, scheme, or artifice to defraud, b. to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading; or c. to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person; in connection with the purchase or sale of any security").

56 Segundo Eizirik, Gaal, Parente e Henriques, no mercado primário ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mediante a mobilização da poupança popular. "É no mercado primário que se atende à finalidade principal do mercado de capitais, que é a de permitir a captação de recursos do público. Os recursos são canalizados diretamente para as entidades emissoras, que poderão, então, utilizá-los em seus projetos de investimentos. Subscrevendo os valores mobiliários, os poupadores, por seu turno, passam a participar dos resultados do empreendimento econômico". Já no mercado secundário, no qual inexistia a emissão de novos títulos, não há ingresso de recursos para as sociedades emissoras. "Na realidade, as operações de mercado secundário são realizadas entre os poupadores, sem qualquer vinculação com a companhia que emitiu os valores mobiliários" (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 10.).

Mesmo antes da Lei no 6.385/1976, a Lei no 4.728/1965 já estabelecia a obrigatoriedade de registro da sociedade emissora e da respectiva emissão, ainda perante o Banco Central do Brasil que, à época, era também o regulador do mercado de valores mobiliários brasileiro, cabendo ao Conselho Monetário Nacional (CMN), por exemplo, definir a natureza, o grau de detalhamento e a periodicidade da publicação de informações sobre “a situação econômica e financeira da pessoa jurídica, suas operações, administração e acionistas que controlam a maioria do seu capital votante” (art. 20, § 1º, a).

Com a edição da Lei no 6.385/1976 e a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), consolidou-se expressamente a clara opção legislativa de seguir o princípio do full disclosure, de modo que o Estado não se enveredasse a tecer avaliações meritórias acerca das companhias abertas e dos seus respectivos empreendimentos. O poder de escolha permanecia, portanto, com o investidor. Ao Estado, por meio da CVM, caberia apenas assegurar a divulgação de informações suficientes e adequadas para que ele, o investidor, pudesse livremente tomar a sua decisão de investimento.⁵⁷

Nesse sentido, cabe transcrever o seguinte trecho das elucidativas diretrizes outrora fixadas pela CVM, e aprovadas pelo CMN, para a regulação do mercado de valores mobiliários nacional:

Abrem-se duas grandes opções para a ação do órgão regulador, partindo-se do pressuposto de que as forças de mercado e os interesses particulares não são suficientes para assegurar a existência de um sistema de informações eficiente. A primeira é a de este órgão determinar quais as companhias elegíveis para a captação de recursos junto ao público, a partir de sua própria análise das informações por elas fornecidas, expondo aos interessados as razões que nortearam sua decisão. A segunda, escolhida pela CVM, é a de não exercer tal julgamento de valor, zelando apenas pelo fornecimento adequado de informações, por parte das companhias, ao público investidor. Este, com base nos elementos colocados a sua disposição, tomará a decisão de adquirir ou não valores mobiliários por elas emitidos.

A diretriz básica que orienta esta opção é a de exigir o encaminhamento de certas informações para registro junto ao órgão regulador, que, por sua vez, estabelece sistemas diretos e indiretos para fazer com que tais informações estejam disponíveis publicamente. Paralelamente, a entidade reguladora exige alguns compromissos por parte das com-

⁵⁷ Para assegurar essa ampla divulgação de informações, a lei brasileira também instituiu um rigoroso regime de responsabilidade dos administradores e demais participantes do mercado, conferindo à CVM poder de fiscalização e sanção no caso de descumprimento.

panhias que captaram recursos no mercado, prevendo a manutenção de um determinado fluxo de informações para os investidores atuais e potenciais.⁵⁸

No mesmo sentido, Eizirik ressalta que:

[Na] prática consagrada em quase todos os países inexistente um exame sobre a qualidade do empreendimento. Tal se justifica por algumas razões básicas. Em primeiro lugar, considera-se que não cabe ao Estado substituir os investidores na análise de qualidade das empresas. Com efeito, não há por que se presumir que o funcionário público melhor poderia aquilatar o mérito de determinado investimento do que o investidor de mercado. Em segundo lugar, razões de ordem prática normalmente impõem às agências reguladoras tal política, uma vez que assumir o encargo de julgar o mérito da emissão pode ter como consequência sua responsabilidade civil pelos prejuízos sofridos pelos investidores no caso de insucesso do empreendimento.⁵⁹

Trindade também segue essa linha de raciocínio, afirmando que uma intervenção estatal meritória certamente traria consigo o colapso do mercado, inclusive porque às perdas e às consequentes ações judiciais de indenização que fossem movidas contra o ente estatal responsável pelo exame substancial, seguir-se-ia o fracasso do modelo.⁶⁰

A opção que se fez, portanto, no Brasil e ao redor do mundo, foi pelo sistema de disclosure mandatório, sob o fundamento de que a proteção do investidor se dá justamente pela informação. As forças espontâneas de mercado e a soma dos interesses privados seriam insuficientes para assegurar a existência de um sistema de informações eficiente, impondo-se a instituição da obrigatoriedade de fornecimento das informações consideradas necessárias.⁶¹

Nesse sentido, por exemplo, o inciso II do art. 8º da Lei nº 6.385/76 atribui à CVM competência para “administrar os registros [nela] instituídos”, os quais se destinam, essencialmente, à concretização da política legal de ampla divulgação de informações, conferindo aos investidores a possibilidade de avaliação das informações pertinentes tanto em relação à companhia emissora de valores mobiliários (registro de companhia) quanto no que toca aos valores mobiliários propriamente emitidos (registro de emissão).

58 Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios, 1979, p. 15-16.

59 EIZIRIK, Nelson. Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 125.

60 TRINDADE, Marcelo Fernandez. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos, São Paulo: IOB, 2002, p. 308-309.

61 Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do mercado de valores mobiliários: Fundamentos e Princípios, 1979, p. 12.

Além de permear toda a Lei nº 6.404/76, a política legal de disclosure tem previsão expressa, dentre outros dispositivos, no art. 4º, VI, e no art. 22, § 1º, da Lei nº 6.385/76, os quais, respectivamente, atribuem à CVM o dever de assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e sobre as companhias emisoras, bem como expedir normas sobre as informações que as companhias devam divulgar e a periodicidade dessa divulgação.

Afora os registros de emissão e de companhia (arts. 19 e 21 da Lei nº 6.385/76), a lei também prevê uma série de outros registros para o regular desempenho de determinadas atividades no âmbito do mercado de valores mobiliários. Por exemplo, a lei estabelece os registros para o exercício das atividades de agente autônomo de investimento (art. 16, III), de administrador de carteira de valores mobiliários (art. 23) ou para prestação de serviço de auditoria independente às companhias abertas⁶² e às “instituições, sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários” (art. 26).

Tais registros têm a função primordial de conferir maior confiabilidade ao mercado, propiciando, assim, a existência de condições para manutenção de um mercado eficiente.⁶³ A maioria das atividades exercidas no mercado de valores mobiliários – senão todas – requer um alto nível de profissionalização, especialização e capacitação técnica. Por isso, as regras registrárias expedidas pela CVM vão estabelecer os requisitos e qualificações mínimas para que determinado participante do mercado seja autorizado a nele atuar, muitas delas exigindo, ainda, o envio periódico de informações à Autarquia.

A reconhecida opção pelo modelo capitalista, baseado na economia de mercado e na livre iniciativa, em nada altera a conclusão de que a liberdade que caracteriza esse sistema não impede que a economia possa, em alguns dos seus segmentos, estar sujeita à intervenção do Estado. Admite-se, inclusive, que essa interferência estatal tem sido uma constante mesmo nos países em que a economia de mercado representa os alicerces do seu progresso.⁶⁴

Além do mais, também não se pode olvidar que sendo os valores mobiliários bens incorpóreos, a sua verificação e avaliação se dão, em geral, de forma indireta, a partir de fontes produzidas pelo próprio emissor, o qual, não fosse a exigência estatal, não teria incentivos suficientes para prestar, espontaneamente, todas as informações consideradas necessárias. Na verdade, e como reconhece Stiglitz, os indivíduos dispõem

62 Lembrando que todos os emissores de valores mobiliários, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista na Lei nº 6.385/76, para as companhias abertas (art. 2º, § 2º).

63 Sobre os fundamentos básicos nos quais foi erigida a política de regulação e estruturação do sistema de intermediação de valores mobiliários, vale consultar o estudo elaborado pela CVM acerca do tema (Comissão de Valores Mobiliários. Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários: análise conceitual, evolução histórica e situação atual, 1979).

64 Notadamente após a crise financeira mundial que, como é cediço, se acentuou com a quebra do banco de investimento Lehman Brothers, em setembro de 2008.

de diversos incentivos para evitar a transparência de informações, e o principal deles é a obtenção de vantagens econômicas.⁶⁵

Por outro lado, sem informações, seria improvável que os investidores estivessem dispostos a investir seus recursos em empreendimentos de risco. Ou, ainda que estivessem, haveria, certamente, uma redução no preço por eles oferecido, dado o cenário de absoluta incerteza que se imporia diante da assimetria informacional existente entre a companhia emissora e seus administradores, de um lado, e os investidores, de outro.

No mercado de valores mobiliários é fácil perceber, portanto, a presença do mesmo efeito de seleção adversa, decorrente justamente da assimetria informacional, conforme originalmente demonstrado por Akerlof.⁶⁶

Segundo Black, aliás, o mercado de capitais seria um exemplo ainda mais claro de “mercado de limões”:

In economic jargon, securities markets are a vivid example of a market for lemons. Indeed, they are a far more vivid example than George Akerlof's original example of used cars. Used car buyers can observe the car, take a test drive, have a mechanic inspect the car, and find out about others' experiences with the same car model or manufacturer. By comparison, a company's shares, when it first goes public, are like a unique, unobservable car, on which investors can obtain only dry written information, that they can't directly verify. They have only the comfort of knowing that other, similarly informed investors have reached similar conclusions about value. Investors don't know which companies are truthful and which aren't, so they discount the prices they will offer for the shares of all companies. This may ensure that investors receive a fair price, on average. But consider the plight of an “honest” company whose insiders report truthfully to investors and won't divert the company's income stream to themselves, apart from a market rate of compensation for management services. Discounted share prices mean

65 STIGLITZ, Joseph E. Information and Change in the Paradigm in Economics. *The American Economic Review*, v. 92, n.º 3, 2002, p. 463-464.

66 A seleção adversa é um problema decorrente da assimetria informacional e que ocorre, em geral, antes de a transação ser realizada. Ou seja, decorre da insuficiência de informações no momento da contratação, como descreveu Akerlof no famoso e pioneiro trabalho *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, que lhe rendeu o prêmio Nobel de economia em 2001. Tratando do mercado de automóveis usados (“lemon” é a gíria utilizada, nos Estados Unidos da América, para carros usados em más condições), e considerando o impulso dos vendedores de disfarçarem os defeitos existentes, Akerlof destacou as dificuldades dos compradores de verificarem as verdadeiras condições do bem que pretendiam adquirir, o que os levava, em razão dessa desconfiança antecipada, a ofertar um preço menor do que aquele cobrado pelo vendedor. E essa discrepância informacional entre comparadores e vendedores acaba refletindo no próprio processo de formação de preços e, consequentemente, afasta os donos de veículos em boas condições, que preferem não ofertá-los à venda, justamente em razão desse deságio genericamente praticado. Tal situação, segundo Akerlof, acaba reduzindo a oferta, que fica limitada a veículos de pior qualidade e, assim, exacerba, ainda mais, a seleção adversa com que se deparam os compradores (AKERLOF, George A. *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, Aug. 1970).

that an honest issuer can't receive fair value for its shares, and has an incentive to use other forms of financing. But discounted prices won't discourage dishonest issuers. Shares that aren't worth the paper they're printed on are, after all, quite cheap to produce. The tendency for high-quality issuers to leave the market because they can't obtain a fair price for their shares, while low-quality issuers remain, worsens the lemons or "adverse selection" problem that investors face. Investors rationally react to the lower average quality of issuers by discounting still more the prices they will pay. This drives even more highquality issuers out of the market and exacerbates adverse selection.⁶⁷

Nesse sentido, depreende-se que, além de uma função "interna", de proteção dos direitos individuais dos investidores ou sócios de companhias que tenham captado recursos da poupança popular e que, portanto, precisam estar adequadamente informados para tomarem suas respectivas decisões de investimento; a informação também apresenta uma função "externa" e de interesse público, na medida em que visa, sobretudo, à proteção do próprio mercado.

Como destacam Lamy Filho e Pedreira, o "dever de divulgar, além de atender ao imperativo de proteção da minoria, passou, pois, a ser acolhido nas leis, como norma de interesse público".⁶⁸

Outra função crucial da informação diz respeito ao processo de formação de preços dos valores mobiliários.

Os economistas se preocupam com a eficiência dos preços das ações e outros ativos financeiros, basicamente, porque estes afetam a alocação de recursos na economia.

Os preços do mercado de ações, por exemplo, fornecem sinais importantes que acabam por direcionar recursos a diferentes setores da economia. Em linhas gerais, a ideia fundamental é ter um mercado em que os preços transmitam sinais acurados para a adequada e eficiente alocação de capital, de modo que a poupança dirija-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco.

Além disso, é oportuno registrar que o sistema de disclosure mandatório foi erigido sobre o pilar da necessária atuação de outros participantes do mercado, que vão atuar para garantir a fidedignidade e a suficiência das informações divulgadas pelo ofertante, reduzindo, assim, as assimetrias informacionais.

67 BLACK, Bernard. The Core Institutions that Support Strong Securities Markets. 55 Bus. Law. 1565 1999-2000. Disponível em <<http://heinonline.org>>. Acesso em: 15 ago. 2013.

68 LAMY FILHO, Alfredo, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Volume I: Pressupostos, Elaboração, Modificações. 3 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 88.

O sistema de disclosure mandatário encontra-se, portanto, fundamentado na premissa de que, em conjunto com as exigências legais de divulgação de informações por parte do emissor ou ofertante, os demais profissionais de mercado, especialmente os intermediários, devem agir no sentido de reduzir a assimetria informacional existente.

Como se sabe, o mercado de valores mobiliários conta com a participação de diversos atores, sem os quais as operações nele realizadas não podem sequer ter início. Além dos próprios emissores e de seus respectivos administradores, há os auditores independentes⁶⁹, os underwriters⁷⁰, os analistas de valores mobiliários⁷¹, as agências de classificação de risco⁷², os agentes fiduciários (que têm marcada atuação nas emissões de alguns títulos de dívidas, como as debêntures)⁷³, as corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, os bancos de investimento, os agentes autônomos de investimento⁷⁴, as instituições administradoras e gestoras de fundos de investimento⁷⁵, além das entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários (de bolsas de valores e de balcão organizado)⁷⁶, das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários e das instituições custodiantes⁷⁷ e depositárias centrais⁷⁸.

Cada um desses participantes tem papel específico e, a par das diferenças terminológicas ou mesmo de enfoque regulatório no tratamento que lhes é dado pelas diferentes jurisdições, visam, em essência, a atender às necessidades dos demais agentes econômicos e do próprio sistema regulatório, no sentido de assegurar a fidedignidade das informações divulgadas, de reduzir as assimetrias informacionais, de reduzir os custos de transação, de prover instrumentos de proteção aos investidores e demais agentes de mercado, de permitir o encontro entre as diversas pretensões de provedores e beneficiários de recursos, de proporcionar uma administração mais eficiente de recursos e também de viabilizar a própria realização das operações, com todas as

69 Regulados, basicamente, pela Instrução CVM nº 308/1999.

70 Os deveres e responsabilidades dos underwriters estão disciplinados, em termos gerais, na Instrução CVM nº 400/2003.

71 Sobre a atividade de analista de valores mobiliários, vale conferir a Instrução CVM nº 483/2010.

72 A atividade das agências de rating no âmbito do mercado de valores mobiliários está disciplinada na Instrução CVM nº 521/2012.

73 O exercício da função de agente fiduciário de debenturistas encontra-se regulamentado pela Instrução CVM nº 28/1983, atualmente em processo de revisão, conforme Edital de Audiência Pública SDM nº 04/15, lançado em 10/12/2015. Inteiro teor o edital está disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2015/sdm0415editalminuta2.pdf. Acesso em: 13 jun. 2021.

74 As atividades realizadas pelos intermediários no âmbito do mercado secundário estão disciplinadas na Instrução CVM nº 505/2011 (que estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários) e, em relação aos agentes autônomos de investimento, na Instrução CVM nº 497/2011.

75 A constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento são reguladas pela Instrução CVM nº 555/2014 e o exercício profissional da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários encontra-se disciplinado na Instrução CVM nº 558/2015.

76 A Instrução CVM nº 461/2007 é a norma que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

77 A Instrução CVM nº 542/2013 dispõe sobre a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários.

78 A prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários é regulada pela Instrução CVM nº 541/2013.

etapas que lhe são inerentes, incluindo a compensação, a liquidação e a guarda ou depósito de ativos.⁷⁹

Todavia, e ainda que o sistema conte com a presença de intermediários que têm essa importante função de mitigação da assimetria informacional, persiste o debate acerca da habilidade do investidor de compreender as informações que lhe são disponibilizadas e do papel que deve ser atribuído aos intermediários responsáveis pela oferta ao público de uma infinidade de produtos financeiros.

Nessa linha, começou a ganhar cada vez mais força e expressão no Brasil e ao redor do mundo a ideia de que os intermediários devem agir não apenas no sentido da tradicional mitigação da assimetria informacional, mas para funcionarem como verdadeiros filtros das informações para os investidores, verificando a adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente (suitability).

Especialmente após a crise financeira mundial de 2007/2008, tem crescido o discurso no sentido de que apenas transferir toda a responsabilidade para o investidor com base no pressuposto de que ele, tendo acesso a todas as informações, estará adequadamente protegido, talvez não seja suficiente. É o que reconheceu, recentemente, a IOSCO:

Recent experience also suggests that regulatory strategies that rely heavily on disclosure, without consideration of the sophistication of the customer and/or suitability of the product, may not achieve satisfactory outcomes in terms of customer protection, especially where complex financial products are sold.⁸⁰

O substrato fático que fundamenta essa discussão, contudo, não é novo. Alguns doutrinadores, já na década de 30 do século passado⁸¹, destacavam que os investidores poderiam não ter as habilidades necessárias para compreensão das informações que lhes fossem disponibilizadas. Nesse sentido, vale transcrever o escólio de Douglas:

The truth about securities having been told, the matter is left to the investor. The Act presupposes that the glaring light of publicity will give the investors needed protection. But those needing investment guidance will receive small comfort from the balance sheets, contracts, or compilation of other data revealed in the registration statement. They

79 Sobre o instituto do depósito de ativos, já tivemos a oportunidade de nos manifestar, conforme WELLISCH, Júlia Sotto Mayor. Títulos Nominativos: da Cártula do Depósito Centralizado. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 66, p. 35-62, 2014.

80 IOSCO. Suitability Requirements With Respect to the Distribution of Complex Financial Products, 2013, p. 4. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>>. Acesso em: 23 dez. 2013.

81 Embora, como visto, o foco inicial da discussão tenha sido a questão da escolha pelo modelo regulatório a ser seguido, se meritório (ou substantivo) ou de regulação pela informação, alguns estudiosos, como Douglas, já suscitavam o problema aqui enfocado.

either lack the training or intelligence to assimilate them and find them useful, or are so concerned with a speculative profit as to consider them irrelevant.⁸²

Genericamente, é possível afirmar que os deveres de conduta das instituições intermediárias, juntamente com os demais deveres de diligência e de conhecimento do cliente (know your client), incluem o dever de verificação da adequação de determinado produto financeiro ao perfil do investidor.

Nos Estados Unidos, o tema foi objeto de detalhamento pela então National Association of Securities Dealers (NASD)⁸³, entidade autorreguladora do mercado de capitais daquele país. Dentre os deveres gerais de conduta dos intermediários, a NASD disciplinou aqueles aplicáveis a seus membros no momento da recomendação de compra ou venda de quaisquer valores mobiliários a investidores.⁸⁴

Na Europa, por seu turno, e diferentemente da fonte autorreguladora estadunidense, a disciplina do dever de verificação da adequação do produto ao perfil do cliente teve como principal fonte a própria Diretiva Europeia de Mercados e Instrumentos Financeiros (Diretiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004, também conhecida como “Diretiva MIFID”).

No âmbito da IOSCO, o Report on International Conduct of Business Principles, divulgado em 1990, já fazia alusão ao dever do intermediário de analisar todas as informações relevantes à prestação do serviço, inclusive aquelas relacionadas à situação financeira de seus clientes, às suas experiências e objetivos com o investimento (conforme princípio no 4), havendo dois específicos comentários que ressaltavam que:

This principle includes any obligation to “know one’s customer”.

This principle is a necessary element in enabling the firm to fulfil any suitability requirements.⁸⁵

Especificamente no que concerne à estrutura regulatória necessária ao funcionamento de um adequado regime de *suitability*, há hoje consenso internacional no sentido de que são necessários, pelo menos, os seguintes elementos:

82 DOUGLAS, William O. Protecting the Investor. Yale Law Review, v. 23, n. 3, March 1934, p. 522-533.

83 Atualmente, substituída pela Financial Industry Regulatory Authority (FINRA).

84 Conforme a Rule 2310 (Recommendations to Customers – Suitability), hoje substituída pela Rule 2111 (Suitability), da FINRA. Inteiro teor disponível em: <http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element_id=9859>. Acesso em: 15 dez. 2015.

85 IOSCO. Report on International Conduct of Business Principles, 1990. Disponível em <<http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES4.pdf>>. Acesso em: 30 nov. 2015.

-
- a) normas de conduta expedidas pela autoridade competente e que con-templem, no mínimo, deveres de obter e analisar informações sobre produtos e clientes, bem como para alertá-los de que certos produtos podem ser inadequados para eles;
 - b) adoção pelos intermediários de regras, procedimentos e controles internos, que permitam o cumprimento do dever de verificação da adequação, incluindo deveres de manutenção dos registros e documentos pertinentes; e
 - c) medidas de fiscalização e punição no caso de violação dos deveres de verificação da adequação.

Trata-se, como é fácil perceber, de uma forma de mitigação do sistema de puro full disclosure, por meio de regras que impedem a oferta indiscriminada de produtos e serviços financeiros e determinam a criação de controles internos sobre o processo de venda nas instituições. Permitem, assim, a proteção dos clientes contra a oferta de produtos e serviços que não correspondam ao seu perfil e às suas necessidades, além de ajudarem a proteger as próprias instituições, permitindo o aprimoramento da administração dos riscos por elas assumidos.

No Brasil, a norma específica (Instrução CVM no 539/2013) exige que o intermediário de mercado ou o consultor de valores mobiliários compare as condições de seus clientes às especificações de determinado produto, de modo que possa verificar se: (i) o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento do cliente; (ii) a situação financeira do cliente é compatível com o produto, serviço ou operação; e (iii) o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação.

Para tanto, os destinatários da norma deverão avaliar e classificar os clientes em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas, devendo analisar, ainda e no mínimo, o período em que o cliente deseja manter o investimento; as preferências declaradas pelo cliente quanto à assunção de riscos; as finalidades do investimento; o valor das receitas regulares declaradas pelo cliente; o valor e os ativos que compõem o patrimônio do cliente; a necessidade futura de recursos declarada pelo cliente; os tipos de produtos, serviços e operações com os quais o cliente tem familiaridade; a natureza, o volume e a frequência das operações já realizadas pelo cliente no mercado de valores mobiliários, bem como o período em que tais operações foram realizadas; e a formação acadêmica e a experiência profissional do cliente⁸⁶.

86 Tais deveres de tão amplo e profundo conhecimento de seus clientes parecem capazes de proporcionar não apenas o cumprimento das normas de suitability, mas também de uma série de outras regras que realçam a função de gatekeepers dos intermediários de mercado, consoante será estudado no tópico seguinte.

É interessante notar, a propósito, que embora as regras de suitability sejam, muitas vezes, consideradas para fins de impedir que o intermediário ofereça produtos mais arriscados aos clientes de perfil conservador, não se pode olvidar que a recomendação de produtos ou serviços com classificação mais conservadora que o perfil do cliente pode também não ser adequada. Os procedimentos de suitability, portanto, se destinam à verificação da adequação do produto ao perfil do investidor, o que não necessariamente corresponderá à recomendação de opções mais conservadoras⁸⁷.

É como ensina Haliassos:

The process of ensuring suitability involves not only access restrictions but also measures to encourage people who are unaware of or hesitant to use new products to actually utilize the ones suitable for them.⁸⁸

Se o perfil do cliente não for adequado ao produto ou serviço, se o intermediário não obtiver todas as informações que permitam a identificação do perfil do cliente, ou se as informações a ele relacionadas estiverem desatualizadas, a norma veda a recomendação do produto ou serviço (art. 5º da Instrução CVM no 539/2013). Se, no entanto, o cliente “ordenar a realização de operações”, mesmo fora de seu perfil ou com as informações desatualizadas, o intermediário deve alertar o cliente sobre tal restrição, além de providenciar declaração expressa do cliente de que está “ciente da ausência, desatualização ou inadequação de perfil” (art. 6º da Instrução CVM no 539/2013).

Como foi destacado no Edital de Audiência Pública no 15/2011, a norma “não tem a intenção de desincumbir seus destinatários de cumprir uma ordem do seu cliente, mas sim, em todo caso, verificar a adequação do produto ou serviço ao perfil do referido cliente, não podendo realizar operações antes de cumprir tal requisito”.

Seguindo a orientação da IOSCO, que permite que as exigências de suitability sejam diferenciadas, suavizadas ou mesmo consideradas inaplicáveis de acordo com as diversas categorias de investidores, a regra brasileira dispensa a verificação da adequação do produto, serviço ou operação quando (i) o cliente for investidor qualificado⁸⁹,

87 A CVM parece ter o mesmo entendimento, tendo, inclusive, rejeitado sugestão da ANBIMA de que fosse considerada adequada a recomendação de produto ou serviço com classificação igual ou mais conservadora àquela estabelecida para o perfil de investimento do cliente. Como esclareceu o Relatório de Audiência Pública SDM 15/2011, a “recomendação de produtos ou serviços com classificação mais conservadora que o perfil do cliente pode ser ou não adequada ao cliente. É decorrência lógica da sistemática de verificação da adequação de produtos ao perfil dos clientes que parcela do portfólio possa ser alocada em produtos de menor risco” (Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1511.html>, p. 6. Acesso em: 16 dez. 2015).

88 HALIASSOS, Michael. Introduction. In: HALIASSOS, Michael. *Financial Innovation: too much or too little?* Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology (MIT), 2013, p. 21.

89 A classificação de investidores de acordo com seu grau de qualificação pode ser encontrada na maior parte dos mercados de capitais e se fundamenta na ideia de que certos indivíduos e instituições devem ter a opção de abrir mão de parte das regras desenhadas para proteção dos demais investidores. Isto porque tais indivíduos – seja por sua natureza, por sua experiência e qualificação técnica, seja, ainda, pelo montante de recursos que têm sob gestão ou titularidade – teriam condições de analisar sozinhos, ou com menor intervenção regulatória, os riscos e vantagens inerentes a determinadas decisões de investimento. Nesse sentido, a Instrução CVM no 554/2014 categorizou os investidores como profissionais ou qualificados. Investidores profissionais são os seguintes: (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor

com exceção das pessoas naturais mencionadas no inciso IV do art. 9º-A e nos incisos II e III do art. 9º-B da Instrução CVM no 539/2013; (ii) o cliente for pessoa jurídica de direito público; ou (iii) o cliente tiver sua carteira de valores mobiliários administrada discricionariamente por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM.

A propósito, vale realçar que o regulador deve ter sempre cautela para não desenvolver presunções excessivamente amplas ou definições de investidores qualificados que possam limitar indevidamente o âmbito da proteção das regras de suitability. A experiência demonstra, conforme lembra a IOSCO, que essas presunções podem ser imprecisas, na medida em que não levam em consideração as inúmeras diferenças entre entidades, produtos e serviços:

For example, during the recent financial crisis in some jurisdictions, some non-retail customers such as local authorities and municipalities appeared not to have understood the risks to which they were exposed, especially in the case of complex financial products. Accordingly, jurisdictions should consider whether additional protections are needed, particularly when public entities are involved.

Nessa linha, a norma nacional dispõe que os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios somente serão considerados investidores profissionais ou investidores qualificados se reconhecidos como tais pela regulamentação específica do Ministério da Previdência Social.

A toda evidência, e para além da orientação geral da IOSCO, a norma acaba por endereçar, neste aspecto, ponto de extrema sensibilidade para o mercado de capitais brasileiro, considerando as diversas irregularidades recentemente detectadas envolvendo fundos de investimento de titularidade de regimes próprios de previdência social instituídos principalmente pelos Estados e Municípios⁹⁰.

superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (viii) investidores não residentes. Já os investidores qualificados são: (i) investidores profissionais; (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; (iii) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e (iv) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

90 Nesse sentido, vale fazer menção à Operação Miqueias da Polícia Federal, que contou com o auxílio da CVM, destinada a reprimir fraudes e irregularidades em fundos de investimento, conforme aviso divulgado pela CVM em 19/09/2013 (disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20130919-1.html>. Acesso em: 16 dez. 2015) e notícia publicada no jornal Valor Econômico sob o título Operação da PF sobre fraude em fundos municipais prendeu 17 envolvidos (disponível em: <http://www.valor.com.br/politica/3276126/operacao-da-pf-sobre-fraude-em-fundos-munic-ipais-prendeu-17-envolvidos>. Acesso em: 16 dez. 2015.). E também à Operação Positus destinada a apurar possíveis fraudes na gestão de recursos do Postalís, entidade fechada de previdência complementar da Empresa Brasileira

Pela breve exposição acima, que não teve qualquer pretensão de esgotar o tema, pretendeu-se traçar as linhas gerais do sistema regulatório do mercado de capitais brasileiro, essencialmente baseado, como visto, no princípio da mais ampla e completa divulgação de informações, que permite que o investidor possa, uma vez adequadamente informado, tomar as decisões econômicas que julgar mais convenientes, de acordo com o seu próprio perfil e interesse.

Como visto, para o adequado funcionamento do modelo de *full disclosure*, o sistema conta, necessariamente, com a atuação de diversos participantes do mercado, que se destinam, em resumo, a atender às necessidades dos demais agentes econômicos e do próprio sistema regulatório, assegurando a fidedignidade das informações divulgadas, reduzindo as assimetrias informacionais e os custos de transação, além de permitirem o encontro entre as diversas pretensões de provedores e beneficiários de recursos.

Tal como acima analisado, embora o modelo de *full disclosure* continue sendo, aqui e ao redor do mundo, a pedra angular da regulação do mercado de valores mobiliários, ele tem evoluído, especialmente após a crise financeira mundial de 2007/2008, para albergar outras formas de intervenção e, assim, acrescer ao sistema geral de prestação de informações, deveres adicionais como, por exemplo, o de verificação da adequação do produto ao perfil do cliente (*suitability*).

Depreende-se, portanto, que o dinâmico e peculiar setor econômico regulado pela CVM não pode prescindir de uma regulação ágil, próxima dos eventos que nele ocorrem e que, além de considerar a experiência internacional, indispensável no atual estágio de desenvolvimento mundial, também tenha em mente as peculiaridades próprias do mercado de valores mobiliários nacional e do sistema jurídico brasileiro.

de Correios e Telégrafos, conforme notícia divulgada no Portal G1 em 17/12/2015 (disponível em: <http://g1.globo.com/politica/noticia/2015/12/policia-federal-deflagra-operacao-que-investiga-fundo-de-pensao-postalis.html>. Acesso em: 17 dez. 2015.).

3

A CVM: COMPETÊNCIA LEGAL, FUNÇÕES, PODERES E ATRIBUIÇÕES

CELSO LUIZ ROCHA SERRA FILHO

*PROCURADOR FEDERAL. PROCURADOR-CHEFE
DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA
JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM).
ESPECIALISTA EM DIREITO DO ESTADO E DA REGULAÇÃO PELA
FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (FGV).*

O mercado de capitais brasileiro é regulado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, autarquia federal instituída pela Lei nº 6.385/76, com sede na cidade do Rio de Janeiro e representação nas cidades de Brasília e São Paulo.

Em sua concepção original, a CVM possuía natureza de autarquia federal de acordo com o regime estabelecido no Decreto-Lei nº 200/67, com seus diretores e presidente nomeados pelo Presidente da República, sem necessidade de aprovação pelo Senado Federal, sendo demissíveis *ad nutum*.

Com o objetivo de reforçar sua autonomia e seu poder fiscalizador, foi editada em 2001 a Medida Provisória nº 8, posteriormente convertida na Lei nº 10.411/02, pela qual a CVM passou a ser uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária¹, nos mesmos moldes das agências reguladoras criadas a partir da década de 1990.

Atualmente, a CVM é administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal. O Presidente e a Diretoria constituem o Colegiado, que define políticas e estabelece práticas a serem implantadas e desenvolvidas pelo corpo de Superintendentes, que é a instância executiva da CVM², de acordo com as competências definidas no Decreto nº 6.382/08.

Embora o modelo regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiro tenha sido inspirado na experiência norte-americana, pela centralidade conferida ao princípio do *full disclosure*, foi somente com a transformação em autarquia em regime especial que a CVM se aproximou da agência federal estadunidense, a Securities and Exchange Commission (SEC), que desde sua origem é dirigida por cinco membros (um Chairman e quatro Commissioners), nomeados pelo Presidente da República, após aprovação no Senado, com mandato fixo de cinco anos, conforme modelo regulatório observado em outros setores da economia dos Estados Unidos da América³.

As finalidades que orientam as atividades desempenhadas pela CVM se encontram insculpidas no art. 4º da Lei nº 6.385/76:

Agradecimentos pelas contribuições na revisão do capítulo à Ana Paula Reis, Advogada, Vice-Presidente da Comissão de Mercado de Capitais da ABRASCA- Associação Brasileira das Companhias Abertas, Especialista em Mercado de Capitais pela Columbia Law School (EUA), Especialista em Direito Societário e Mercado de Capitais pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), Ex-assessora jurídica no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), de 2004 a 2009.

1 Cf. Livro TOP – Mercado de Valores Mobiliários.

2 Idem.

3 DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*, Porto Alegre: Sergio Porto Fabris Ed., 2006. p. 41

Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

- a) emissões irregulares de valores mobiliários;*
- b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.*
- c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.*

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

A Lei conferiu à CVM os meios materiais e institucionais necessários ao cumprimento de sua missão. No capítulo 2 já se comentou a respeito do poder normativo, por meio do qual a CVM regula a atuação dos diversos agentes do mercado.

No presente capítulo serão abordados os principais instrumentos que a lei outorgou à

CVM para a fiscalização das atividades, serviços e participantes do mercado, punição dos infratores, bem como para prevenir e inibir condutas consideradas nocivas ao mercado de valores mobiliários.

Esses instrumentos são característicos do poder de polícia exercido pela CVM, considerado em seu sentido mais amplo de limitação e condicionamento do exercício de direitos e liberdades, e por meio do qual se expressa de forma mais acentuada a autoridade e imperatividade da Administração Pública⁴. Encontram-se previstos, principalmente, na forma dos poderes descritos nos incisos e parágrafos do art. 9º da Lei nº 6.385/76⁵.

Pouca ou nenhuma eficácia teria a atuação da CVM se não lhe fossem conferidos os meios necessários ao alcance de suas finalidades institucionais. Esta é, portanto, a razão pela qual a lei outorga à autarquia reguladora do mercado de valores mobiliários diversos e relevantes poderes para viabilizar o regular desempenho de suas funções.

Os poderes conferidos por lei à CVM, como acontece em relação aos poderes administrativos em geral, somente têm fundamento na medida em que se destinem a permitir que ela cumpra as funções públicas para as quais foi criada. Trata-se, portanto, de um poder-função, de natureza nitidamente instrumental e que, assim, somente se legitima se e quando exercido no sentido de permitir que a Autarquia alcance seus fins.

De acordo com o inciso I do art. 9º da Lei nº 6.385/76, a CVM poderá examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer natureza, bem como de papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos serem mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos.

Verifica-se, pela própria leitura do dispositivo em questão, que à Autarquia foi conferido um poder bastante amplo de exame (inclusive in loco), análise e extração de cópias de todos os tipos de documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos. Isso não significa, por óbvio, que a lei tenha conferido à Autarquia um poder de absoluta devassa. Para extrair a exata medida deste poder legal atribuído à CVM, faz-se mister conjugar o inciso I do art. 9º da Lei nº 6.385/76 não apenas com o exercício legal de suas atribuições, mas também cotejá-lo, em seguida, com o princípio da proporcionalidade (art. 2º, parágrafo único, VI da Lei nº 9.784/99).

Como é cediço, o princípio da proporcionalidade tem como fundamento básico a vedação ao excesso de poder e se destina, exatamente, a conter decisões e condutas administrativas que ultrapassem os limites adequados. A intervenção do Poder Público deve se dar de maneira equilibrada, dentro do necessário, sem excessos.

4 MEDAUAR, Odete. *Direito Administrativo Moderno*, 15. ed., São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 353.

5 As considerações a seguir lançadas estão baseadas nos comentários ao art. 9º da Lei nº 6.385/76, conforme a obra organizada por Cordoniz e Patela (CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 177-199.

Assim, e como já reconheceu o Colegiado da CVM⁶, embora não seja necessário que a Autarquia, em todas as situações, especifique “os documentos aos quais pretende ter acesso”, na medida em que revelar ao investigado o exato conteúdo da investigação pode, em muitos casos, inviabilizar a própria ação de fiscalização ou de investigação, o exercício deste poder administrativo deve ser desempenhado no limite das competências especialmente atribuídas pelas Leis nos 6.385/76 e 6.404/76 e na medida daquilo que seja efetivamente necessário.

Neste ponto, cabe ainda tecer algumas considerações acerca da eventual oposição de sigilo às requisições da Autarquia.

No ordenamento jurídico brasileiro, o sigilo em geral corresponde a uma garantia constitucional, decorrente do direito fundamental à preservação da intimidade ou privacidade, conforme previsto nos incisos X e XII do art. 5º da Constituição da República.

Contudo, é o próprio STF quem ressalta que, no sistema constitucional brasileiro, não há direitos ou garantias que se revistam de caráter absoluto. Razões de relevante interesse público ou exigências derivadas do princípio da convivência das liberdades legitimam, ainda que excepcionalmente, a adoção, por parte dos órgãos estatais, de medidas restritivas das prerrogativas individuais ou coletivas, desde que respeitados os termos estabelecidos pela própria Constituição.⁷

Nesse sentido, é possível asseverar que a ordem constitucional brasileira admite que os direitos fundamentais sofram restrições legais, desde que compatíveis com o interesse público, o interesse social e o interesse da Justiça. E nem poderia ser diferente, dado que não se pode admitir a existência desta proteção para ocultar fatos potencialmente ilícitos.

Além do mais, o levantamento do sigilo não depende, necessariamente e em todos os casos, de ordem judicial específica. A simples análise do art. 5º da Constituição revela que a Carta Magna somente estabeleceu a reserva de jurisdição para: (i) a busca domiciliar, ao exigir “determinação judicial” (inciso XI); (ii) a interceptação telefônica, quando previu a necessidade de “ordem judicial” (inciso XII); e (iii) a prisão, que somente pode se dar por “ordem escrita e fundamentada de autoridade judiciária competente” (inciso LVI), salvo nos casos de flagrante delito e nos casos de transgressão militar ou crime propriamente militar, definidos em lei.

Diferentemente, quando a Constituição tratou da inviolabilidade da vida privada e do sigilo de dados (art. 5º, X e XII), ela, em nenhum momento, indicou qualquer necessidade de manifestação prévia do Poder Judiciário. Pelo contrário, o inciso XII, ao esta-

6 Conforme decisão proferida nos autos do Processo CVM RJ nº 2005/1779, em 14 de junho de 2005. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4729-0.HTM>. Acesso em 14 de nov. de 2013.

7 STF, MS 23452/RJ, Relator Ministro Celso de Mello, Pleno, DJ de 12/05/2000.

belecer a inviolabilidade do “sigilo da correspondência e das comunicações telegráficas, de dados e das comunicações telefônicas” é expresso ao prever que, somente neste último caso (de comunicações telegráficas, de dados e telefônicas), faz-se necessária a concessão de ordem judicial, nas hipóteses e na forma que a lei estabelecer e desde que seja para fins de investigação criminal ou instrução processual penal.

E, no caso da CVM, a norma infraconstitucional permite o acesso direto pela Autarquia a todos os documentos mencionados no inciso I do art. 9º da Lei nº 6.385/76, sem apor qualquer ressalva a dados ou informações eventualmente resguardados por sigilo. Assim, e na medida em que o acesso se dê nos estritos limites da competência outorgada por lei à CVM para fiscalizar o regular desenvolvimento das atividades referidas no art. 1º da Lei nº 6.385/76 ou para apurar atos ilegais e práticas não equitativas “de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado”, na forma do art. 9º, V, poderá a Autarquia ter acesso a todas as informações e documentos que se refiram ou estejam, de alguma forma, relacionadas a atos, operações ou serviços que lhe incumba fiscalizar.

Nessa linha, aliás, e no que tange ao sigilo das operações financeiras, a Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001, prevê que ele não pode ser oposto ao Banco Central do Brasil (BCB) no exercício de suas funções de fiscalização e investigação (art. 2º, §§ 1º e 2º), estendendo a aplicação do respectivo preceito à CVM, quando do exercício de suas atribuições legais (art. 2º, § 3º).

Além disso, o parágrafo único do art. 7º da Lei Complementar nº 105/01 impõe ao BCB e à CVM o dever de manter permanente intercâmbio de informações acerca dos resultados das inspeções que realizarem, dos inquéritos que instaurarem e das penalidades que aplicarem, sempre que as informações forem necessárias ao desempenho de suas atividades.⁸ A troca de informações sigilosas entre CVM e BCB não importa em quebra de sigilo, mas em mera transferência do dever de manter sigilo entre as Autarquias.⁹

Com respaldo dado pelas manifestações jurídicas das respectivas Procuradorias de ambas as Autarquias, o Convênio celebrado entre a CVM e o BCB foi alterado em 2010 para declarar, em sua Cláusula Quarta, que o “BACEN e a CVM manterão permanente intercâmbio de informações, ainda que protegidas pelo sigilo bancário, tanto as que resultem de seus próprios atos, quanto as que tenham obtido ou possam obter no exercício de suas atribuições legais”.

8 No mesmo sentido, o art. 28, parágrafo único da Lei nº 6.385/76, que prevê, expressamente, que as entidades reguladoras ali mencionadas manterão um permanente sistema de intercâmbio de informações, e que o dever de guardar sigilo de informações obtidas através do exercício do poder de fiscalização pelas referidas entidades não poderá ser invocado como impedimento para o intercâmbio.

9 A Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (PFE-CVM), ao longo dos anos, vem adotando entendimento exatamente neste mesmo sentido. Por todos, vale citar o primoroso PARECER/PFE-CVM/Nº 001/2005.

Mais recentemente, em abril de 2014, o Convênio foi novamente alterado para passar a prever, expressamente, que cada Conveniente poderá dirigir, por meio convencional ou eletrônico, requisições a quaisquer instituições ou pessoas sob a regulação ou a fiscalização de qualquer dos Convenientes, relacionadas a qualquer tipo de informação, ainda que protegida pelo sigilo de que trata a Lei Complementar nº 105/01, quando tal medida se revelar necessária ao exercício das atribuições institucionais do Conveniente interessado.

Analizados, pois, os limites objetivos do poder estatuído no inciso I do art. 9º, resta ainda examinar a quem ele pode ser dirigido.

O estudo da evolução legislativa das alíneas do inciso I do art. 9º revela nítido movimento no sentido de robustecer os poderes de fiscalização e investigação da Autarquia. Na redação original da lei, além das entidades expressamente sujeitas à regulação da Autarquia, o poder da CVM de examinar documentos e dados relativos a “outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas”, somente incidia “quando [houvesse] suspeita fundada de fraude ou manipulação, destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários”.

Posteriormente, com o advento da Lei 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, a norma passou a exigir que a pessoa natural ou jurídica tivesse alguma relação, direta ou indireta, com a irregularidade objeto de averiguação, tendo excluído, em boa hora, a exigência de “suspeita fundada”, a qual trazia um alto grau de fluidez e subjetividade para aplicação da norma.

A propósito da expressão “suspeita fundada”, não se pode deixar de notar que, embora ela tenha sido excluída da alínea “g”, ela foi inserida e mantida na alínea “b” do inciso I do art. 9º da Lei nº 6.385/76, que estende o poder de fiscalização da CVM às “companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum”.

Assim, e embora também tenha havido um alargamento da competência outorgada à Autarquia, que agora alcança não apenas as companhias abertas e demais sociedades emissoras de valores mobiliários, mas também as respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum, nestes casos, deverá haver fundada suspeita da prática de atos ilegais.

Por fim, com a alteração promovida em 2001, a alínea g não mais exige sequer a participação, direta ou indireta, da pessoa natural ou jurídica para que a CVM possa fiscalizá-la. Portanto, com a nova redação, ainda que a pessoa não tenha sequer participado da irregularidade objeto de averiguação, poderá a Autarquia requisitar documentos relacionados ao fato apurado e que possam auxiliar na condução da investigação.

Desta análise, fica evidente que, ao longo dos anos, todas as alterações produzidas na alínea g do inciso I do art. 9º da Lei nº 6.385/76 foram adotadas no sentido de ampliar o conteúdo da norma, com o claro intuito de viabilizar uma investigação mais ampla e conclusiva por parte da Autarquia.

Assim, atualmente, o poder requisitório da CVM pode também alcançar terceiros que, ainda que não tenham participação diretamente na irregularidade investigada, possam ter documentos ou informações que auxiliem na elucidação dos fatos sob apuração, bas-tando, para tanto, que a CVM esteja no regular desempenho de sua competência para apuração de qualquer irregularidade, na forma do inciso V do art. 9º da Lei nº 6.385/76.

O inciso II do art. 9º da Lei nº 6.385/76, por seu turno, prevê que a CVM poderá “intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11”.

O dispositivo, portanto, confere poder de coerção à Autarquia no exercício da atividade de fiscalização, que poderá impor multa cominatória em caso de não atendimento a intimações por ela expedidas, e sem prejuízo da aplicação das penalidades cabíveis, quando restar caracterizada, por exemplo, a ocorrência de embaraço à fiscalização, na forma do art. 1º, III e parágrafo único da Instrução CVM nº 491, de 22 de fevereiro de 2011.

O preceito cominatório previsto no dispositivo em análise assemelha-se às astreintes do direito francês, e objetiva, pela via da constrição econômica, compelir alguém incumbido de prestar uma obrigação positiva a fazê-lo. De nada adiantaria proclamar, em concreto, a necessidade de observância da lei, sem a existência de meios de coerção que colimassem no respeito àquele ato.

A multa cominatória não tem, portanto, natureza jurídica de penalidade; e, diga-se de passagem, nem poderia ter, uma vez que o § 11 do art. 11 da Lei nº 6.385/76, dispõe, inclusive, que “sua aplicação independe do processo administrativo previsto no inciso V do caput do mesmo artigo”. É, pois, por definição, meio de coerção indireta, na medida em que pressiona o agir no sentido do comando legal, impondo obrigação de pagamento de quantia em pecúnia pela recalcitrância no cumprimento da ordem administrativa emanada com base na lei.

O inciso III estabelece o poder de requitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública, previsão que se encontra alinhada com o princípio geral de colaboração/cooperação entre os órgãos da administração pública¹⁰.

10 MARRARA, Thiago. O conteúdo do princípio da moralidade: probidade, razoabilidade e cooperação. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rdda/article/viewFile/108986/107560>>. Acesso em 20 maio 16. A cooperação entre os órgãos da administração também pode ser identificada nos arts. 35 e 37 da Lei nº 9.784/99, dentre outros.

Os incisos V e VI do art. 9º estão relacionados ao exercício do poder punitivo da CVM - tema que adiante será desenvolvido com maior profundidade - com a previsão de competências específicas para: (i) apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; e (ii) aplicar aos autores dessas infrações as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

A esse respeito, cabe esclarecer, em primeiro lugar, a extensão da expressão “demais participantes do mercado”. À primeira vista, poderia parecer que o poder sancionador da CVM estaria limitado apenas e tão somente àqueles por ela regulados ou administrados, na forma do art. 1º da Lei nº 6.385/76. Contudo, não parece ser essa a melhor leitura do dispositivo, inclusive à luz da própria interpretação sistemática da Lei nº 6.385/76.

Nessa linha, o art. 11 da lei outorga à Autarquia o poder de impor as penalidades ali referidas a todos os “infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar”, ainda que não sejam pessoas naturais ou jurídicas diretamente reguladas ou registradas na CVM.

Nesse diapasão, a redação do art. 9º, § 1º, IV também parece indicar a mesma racionalidade ao permitir que a CVM proíba “aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular”.

Sendo assim, não parece fazer qualquer sentido limitar a abrangência da expressão apenas àqueles que exerçam atividades reguladas, nos moldes do art. 1º da lei. Tal interpretação, além de absolutamente destoante do sistema da lei, poderia conduzir, por exemplo, ao absurdo de impedir a atuação da Autarquia em relação a insiders de mercado (ou secundários) ou a investidores que manipulem o preço de determinada ação. Nas duas situações exemplificadas, não há, na prática, desempenho de uma atividade profissional regulada, embora ambas se encontrem, inegavelmente, sob a esfera de competência da CVM, inclusive em razão do que dispõe o art. 4º, IV e V da Lei nº 6.385/76.

Em suma, a lei foi elaborada justamente com a utilização de um standard – “participantes do mercado” – que permite à CVM alcançar qualquer um que, eventualmente, atue no âmbito do mercado de valores mobiliários em dissonância com o feixe de princípios e regras que o regulam.

E, nesse contexto, o inciso V do artigo 9º confere à Autarquia poder para “aplicar aos autores dessas infrações as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal”, conforme será adiante esmiuçado.

A propósito, parece oportuno tecer algumas considerações sobre o princípio da independência das instâncias.

Como se sabe, vigora no sistema jurídico-constitucional brasileiro o princípio da independência das instâncias administrativa, civil e penal, não sendo equiparadas as responsabilidades nas três esferas. A comunicação entre essas esferas é admitida apenas na hipótese em que se forma a coisa julgada penal com negativa sobre “a existência do fato, ou sobre quem seja o seu autor”, nos moldes do art. 935 do CC.

Como já reconheceu o Supremo Tribunal Federal (STF), de acordo com o sistema jurídico brasileiro, é possível que de um mesmo fato (aí incluída a conduta humana) possam decorrer efeitos jurídicos diversos, inclusive em setores distintos do universo jurídico. Logo, um comportamento pode ser, simultaneamente, considerado ilícito civil, penal e administrativo, mas também pode repercutir em apenas uma das

instâncias, daí a relativa independência.¹¹

O mesmo se dá também em relação a condutas irregulares que sejam capazes de afetar mais de uma esfera de natureza administrativa. No caso da CVM, é muito comum que um mesmo ato possa constituir ilícito contra o mercado de capitais (apurável e punível pela CVM) e contra o sistema financeiro *stricto sensu* (apurável e punível pelo BCB). Nessas situações e sendo distintos os bens jurídicos tutelados por ambas as instituições, não há que se falar em *bis in idem*, tampouco em uma suposta relação de prejudicialidade entre um e outro processo. Como ensina Guerreiro, em suas sempre lúcidas e esclarecedoras lições, “a decisão da CVM não vincula a do Banco Central do Brasil, nem a deste predetermina aquela”.¹²

Tal não significa, é bom advertir, que deva existir um isolamento de distintos órgãos ou entes do Estado na apreciação de um mesmo fato da vida, sobretudo diante de um mesmo mosaico probatório, e à luz, em especial, da boa-fé objetiva que baliza a atuação das instituições de controle e de fiscalização. Se um mesmo fato é apurado por distintos órgãos ou entidades, é legítimo presumir que estes, em algum grau, atuam em conjunto, comunicando-se entre si e entabulando estratégias coordenadas, para, em regime de consenso, alcançarem todos os resultados de interesse comum.¹³

Retomando a análise dos poderes atribuídos por lei à CVM, vale mencionar o art. 9º, inciso IV, que prevê que a CVM tem poder para “determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relató-

11 STF, RHC 91110, Relatora Min. ELLEN GRACIE, Segunda Turma, DJe 22.08.2008.

12 GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o poder disciplinar da CVM, *Revista de Direito Mercantil* n. 43, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1981, p. 69.

13 Nesse sentido, ver SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais - Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 65-66.

rios ou informações divulgadas”.

Trata-se de instrumento regulatório de extrema importância e que está em absoluta consonância com o princípio da mais ampla e completa prestação de informações (full disclosure), o qual, aliás, é a pedra angular da regulação do mercado de valores mobiliários.

O dispositivo em análise é um dos poucos a conferir à CVM uma competência de cunho determinante. Em geral, e justamente por ser um regulador de condutas, a atuação da Autarquia se dá a posteriori e sem possibilidade de alteração ou revisão de atos societários já praticados. Como regra, e uma vez verificado o descumprimento de determinado dispositivo legal ou regulamentar que lhe incumba fiscalizar, a CVM atuará na repressão dos ilícitos, apurando as condutas irregulares e, ao final, impondo aos respectivos infratores as penalidades cabíveis. Aqui, contudo, e certamente pelo fato de o full disclosure representar o princípio fundamental de regulação do mercado de valores mobiliários, tal como estudado no Capítulo 2, a lei outorgou à Autarquia competência direta para determinar a alteração, correção ou esclarecimentos que se fizerem necessários acerca de eventuais informações divulgadas pelos emissores de valores mobiliários.

A Autarquia pode, assim, diante da existência de erros ou inconsistências, exigir o refazimento e a republicação de demonstrações financeiras, relatórios ou quaisquer outras informações divulgadas. Com isso, a Autarquia permite que os investidores tenham acesso a informações corretas, precisas e suficientes para tomada consciente de sua decisão de investimento.

Embora a regra insira no inciso IV do art. 9º refira-se expressamente apenas às companhias abertas, não se pode olvidar que, por força do § 2º do art. 2º da Lei nº 6.385/76, tal competência também se estende a todos os emissores de valores mobiliários, bem como a seus administradores e controladores.

Tal como estatuído na Deliberação CVM nº 388, de 2 de maio de 2001, cumpre à Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da Autarquia o exercício dessa competência legal, cabendo recurso ao Colegiado da CVM contra a decisão de refazimento e republicação de demonstrações financeiras e outras informações divulgadas pelos emissores de valores mobiliários.

Nessa linha, a CVM também poderá determinar “a divulgação, correção, aditamento ou republicação de informação sobre ato ou fato relevante”, conforme expressamente prevê o § 6º do art. 3º da Instrução CVM nº 358/02.

Também merece destaque o poder conferido à CVM pelo art. 125, § 5º, da Lei nº 6.404/76, com as alterações produzidas pela Lei nº 10.301/01. Referido dispositivo estabeleceu a possibilidade de a CVM interromper o curso do prazo de antecedência

da convocação de assembleia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas ao conclave e, se for o caso, “informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares”.

Note-se, contudo, que, diferentemente do poder atribuído pelo inciso IV do art. 9º da Lei nº 6.385/76, a competência estatuída no art. 124, § 5º, da Lei Societária não revela cunho determinante no que tange às razões pelas quais a Autarquia, entenda que determinada matéria a ser submetida à deliberação assemblear possa ser considerada ilegal. Trata-se, na verdade, de mera manifestação de entendimento da Autarquia e a eventual aprovação da matéria por ela considerada ilegal apenas terá o condão de sujeitar os responsáveis à aplicação de uma das penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.404/76.

Merecem relevo, ainda, os poderes inibitórios atribuídos à CVM pelo § 1º do art. 9º, que poderão ser exercidos com “o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado”.

Antes da alteração promovida pelo Decreto nº 3.995/01, cabia ao Conselho Monetário Nacional (CMN) conceituar a “situação anormal de mercado”, o que foi providenciado por meio da Resolução CMN nº 702, de 1981. Atualmente, contudo, a CVM não mais se encontra sujeita à lista contida naquela Resolução, podendo, eventualmente, enquadrar outras situações fáticas como anormais. Embora a lista da antiga norma do CMN pudesse ter um suposto efeito benéfico no sentido de conferir previsibilidade à atuação da Autarquia, o fato é que, mesmo durante a sua vigência, e dada a amplitude e abrangência das situações ali previstas, já era possível, tal como hoje, enquadrar toda e qualquer situação virtualmente capaz de afetar o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários.

E parece fazer mesmo sentido que seja assim. O Decreto, ao expurgar a necessidade de conceituação pelo CMN, sabiamente emprestou maior flexibilidade à atuação da CVM, fazendo com que a Autarquia possa se adaptar às necessidades demonstradas pela prática e pelo dinamismo das atividades desenvolvidas no âmbito do mercado de valores mobiliários.¹⁴

Assim, poderá a CVM (i) suspender a negociação de determinado valor mobiliário¹⁵

14 Quem, em 1976, poderia imaginar, por exemplo, que as operações em bolsas de valores poderiam ser realizadas em termos de nanossegundos (milésima parte da milionésima parte de um segundo)?

15 Na mesma linha, vale fazer alusão ao art. 118, III e IV da Instrução CVM nº 461/07, que reproduz os poderes estabelecidos no art. 9º, § 1º da Lei e ao art. 60 da Instrução CVM nº 461/07, que também os atribui às entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários: “Art. 60. As normas de funcionamento da entidade administradora de mercado organizado devem disciplinar as situações em que se procederá à suspensão da negociação ou à exclusão dos valores mobiliários admitidos à negociação, bem como as informações a serem prestadas relativamente aos valores mobiliários atingidos por tais medidas. §1º A suspensão da negociação pode justificar-se quando: I – deixem de se verificar os requisitos de admissão, desde que se trate de falta sanável; e II – tornar-se pública notícia ou informação vaga,

ou decretar o recesso de bolsa de valores¹⁶; (ii) suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei; (iii) divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; e (iv) proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

A norma em questão procura resguardar o interesse da coletividade de investidores, para que a CVM possa não apenas “assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão” (art. 4º, III, da Lei nº 6.385/76), mas também “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado” contra eventuais “emissões irregulares” (art. 4º, IV, “a”, da Lei nº 6.385/76), assegurando, ainda, “o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido” (art. 4º, V, da Lei nº 6.385/76).

Além disso, faz-se oportuno salientar que a atuação prevista no inciso IV do § 1º do art. 9º da Lei nº 6.385/76 revela nítida natureza cautelar, na qual se admite, inclusive, o diferimento do contraditório¹⁷, especialmente quando o decurso do tempo puder inviabilizar a proteção ao bem jurídico tutelado pela providência de urgência.

Nessa linha, aliás, o art. 45 da Lei nº 9.784/99 é expresso ao estabelecer que em caso de risco iminente, “a Administração Pública poderá motivadamente adotar providências acauteladoras sem a prévia manifestação do interessado”.

Por fim, cumpre tecer alguns breves comentários acerca da peculiar característica da atual redação de diversos incisos e parágrafos do art. 9º acima comentados ter sido alterada pela força não de uma lei, mas de um Decreto, o de nº 3.995, de 31 de outubro de 2001.

Embora esse fato possa causar alguma perplexidade ao leitor mais apressado, não se pode olvidar que o Decreto nº 3.995/01 foi editado na forma do art. 84, VI, alínea “a”, da Constituição Federal, com a redação que lhe foi dada pela Emenda Constitucional nº 32/2001¹⁸.

incompleta ou que suscite dúvida quanto ao seu teor ou procedência, que possa vir a influir de maneira relevante na cotação do valor mobiliário ou induzir os investidores a erro”. É ao art. 118 da mesma Instrução:

16 Esta competência somente foi exercida em uma única oportunidade, por meio da Deliberação CVM nº 80/1989, quando a Autarquia decretou o “recesso das Bolsas de Valores no dia 12 de junho de 1989” e a suspensão das “negociações e liquidações no mercado de balcão e com índices representativos de carteira de ações, nesse mesmo dia”. Tal se deu no âmbito de rumoroso caso de manipulação ocorrido no final da década de 80 do século passado e que levou à “quebra” da Bolsa do Rio.

17 A propósito, recorde-se que a multa cominatória ali prevista, além de não ter natureza jurídica de pena, como já foi acima analisado, independe de prévio processo administrativo, a teor do que dispõe o § 11 do art. 11 da Lei nº 6.385/76.

18 Art. 84. Compete privativamente ao Presidente da República:

(...)

VI – dispor, mediante decreto, sobre:

Com efeito, a nova redação do inciso VI do art. 84, conferiu competência privativa ao Presidente da República para dispor, de forma autônoma e mediante decreto, sobre extinção de funções ou cargos públicos, quando vagos, ou sobre a organização e o funcionamento da administração pública federal, desde que não haja aumento de despesa nem criação ou extinção de órgãos públicos, matéria sujeita à reserva de lei.

Nessa linha, e para a exata compreensão do tema, parece importante tecer algumas considerações decorrentes do cotejo entre o texto constitucional originário e o texto alterado pela Emenda Constitucional nº 32/2001.

O art. 48, XI, da Constituição de 1988 (competências legislativas do Congresso Nacional com o concurso do Presidente da República pela sanção ou veto) que, no texto constitucional originário, referia-se à “criação, estruturação e atribuições dos Ministérios e órgãos da administração pública”, passou a se referir, a partir da Emenda Constitucional nº 32, de 2001, tão só, à “criação e extinção dos Ministérios e órgãos da administração pública”. Portanto, deixou de haver referência à estruturação e atribuições de Ministérios e órgãos da administração pública como matéria de lei.

O art. 61, § 1º, II, “e”, da Constituição de 1988 (reserva de iniciativa do Presidente da República), que, até então, referia-se à “criação, estruturação e atribuições dos Ministérios e órgãos da administração pública”, passou a se referir apenas à “criação e extinção de Ministérios e órgãos da administração pública [...]”, acrescentando, ainda, a necessidade de ser “observado o art. 84, VI”. Uma vez mais, houve supressão da referência à estruturação e atribuições de órgãos públicos.

O art. 84, VI, da Constituição de 1988 (competência do Presidente da República para expedir decretos), que, até 11 de setembro de 2001, referia-se à “organização e funcionamento da administração federal, na forma da lei”, passou a se referir à “organização e funcionamento da administração federal, quando não implicar aumento de despesa nem criação ou extinção de órgãos públicos”. Suprimiu-se, *in casu*, a expressão “na forma da lei”.

Enfim, o art. 88, que até então confiava à lei a criação, a estruturação e as atribuições dos Ministérios, cingiu a reserva legal somente à criação e extinção de Ministérios e órgãos da administração pública.

Em suma, o decreto passou a ser, a partir da Emenda Constitucional nº 32/2001, o único instrumento normativo apto a versar sobre atribuições e estruturação dos Ministérios e órgãos da administração pública. Portanto, as atribuições e a estruturação

a) organização e funcionamento da administração federal, quando não implicar aumento de despesa nem criação ou extinção de órgãos públicos.

das Autarquias não mais tocam à lei, devendo ser veiculadas em decreto autônomo – espécie normativa primária – desde que não implique aumento de despesa ou criação ou extinção de órgãos.

Com isso, corrigiu-se a distorção do modelo constitucional de 1988, muito criticada pela doutrina, inclusive pela professora Maria Sylvia Zanella Di Pietro, a saber: enquanto os Poderes Legislativo (v. g., incisos VI e VII do art. 49, incisos III e IV do art. 51 e incisos XII e XIII do art. 52, todos da Constituição de 1988) e Judiciário (v. g., alíneas “a” e “b” do inciso I do art. 96 da Constituição de 1988) organizam-se a si próprios, o Poder Executivo só o podia fazer com o concurso do Poder Legislativo, o que não parecia fazer sentido nos casos em que não havia aumento de despesa nem criação ou extinção de órgãos públicos.¹⁹

Portanto, o Decreto nº 3.995/01 configura-se como ato normativo autônomo, editado consoante o disposto no art. 84, inciso VI, alínea “a”, da Constituição da República, com a redação que lhe foi dada pela Emenda Constitucional nº 32/2001, não tendo por escopo a regulamentação da Lei nº 6.385/76.

¹⁹ Este também foi o entendimento consignado nas razões do veto a determinados dispositivos da Lei nº 10.303/2001, inclusive àquele que tratava da alteração do art. 9º da Lei nº 6.385/76, in verbis: “A criação, estruturação e atribuições, inclusive a organização e funcionamento dos órgãos e entidades da administração pública eram, à época da propositura do projeto, matéria de iniciativa reservada ao Presidente da República (art. 61, §1º, e, do texto original da Constituição Federal). Padecem de vício de iniciativa, portanto, as normas que, mediante iniciativa parlamentar, tem por objeto atribuir competências à Comissão de Valores Mobiliários. Outrossim, tais matérias tornaram-se, por força da Emenda Constitucional nº 32, de 11 de setembro de 2001, questões reservadas a Decreto (CF, art. 84, VI, a, com redação da EC 32)”

4

A CVM E O EXERCÍCIO DO PODER DE POLÍCIA NO MERCADO DE CAPITAIS

LUCIANA SILVA ALVES

MILLA BEZERRA DE AGUIAR

CELSO LUIZ ROCHA SERRA FILHO

ADRIANA CRISTINA DULLIUS

4.1. Processo Administrativo Sancionador no âmbito da CVM

A PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (DESDE 2017).

LUCIANA SILVA ALVES

PROCURADORA FEDERAL. PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – PFE-CVM.

MILLA BEZERRA DE AGUIAR

PROCURADORA FEDERAL. SUBPROCURADORA-CHEFE DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – PFE-CVM. PÓS-GRADUADA EM DIREITO CORPORATIVO (LL.M. LEGAL MASTER) PELO IBMEC.

4.1.1. Introdução

O poder de polícia no âmbito do mercado de capitais é genericamente atribuído pelo art. 174 da Constituição Federal de 1988¹ à União, sendo desempenhado, nos termos da Lei nº 6.385/76, mediante atuação descentralizada a cargo da Comissão de Valores Mobiliários, que o exerce com o escopo básico de assegurar o funcionamento regular e eficiente das suas atividades e serviços, estimulando a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários. Tem por objetivo, ainda, proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores contra atos ilegais de quaisquer participantes do mercado, com o intuito de evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação, assim como assegurar a observância de práticas equitativas no mercado. Tal base legal pode ser inferida dos termos do art. 4º, bem como do art. 8º, inciso I, da Lei nº 6.385/76².

Agradecimentos pelas contribuições na revisão do capítulo à Ana Paula Reis, Advogada, Vice-Presidente da Comissão de Mercado de Capitais da ABRASCA- Associação Brasileira das Companhias Abertas, Especialista em Mercado de Capitais pela Columbia Law School (EUA), Especialista em Direito Societário e Mercado de Capitais pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), Ex-assessora jurídica no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), de 2004 a 2009.

1 Art. 174 Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

2 Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

Observa-se, assim, que a Lei nº 6.385/76 atribuiu à CVM a ampla proteção do mercado de valores mobiliários, e, para tanto, foi-lhe conferido poder de polícia administrativa com o fim de tutelar os interesses dos titulares de valores mobiliários e zelar pela higidez, segurança e confiabilidade do mercado.

Especialmente no que se refere ao processo administrativo sancionador, objeto do presente estudo, a Lei nº 6.385/76 atualmente estabelece em seu art. 9º, incisos V e VI, que cabe à autarquia apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado, assim como aplicar aos autores de tais infrações as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo de eventual responsabilização civil ou penal³.

A abordagem que aqui será feita acerca do processo administrativo sancionador não tem a pretensão de exaurir todos os pontos relacionados a esse sistema, tampouco adentrar em todas as suas peculiaridades. Busca-se, apenas, apresentar suas principais características, introduzindo os elementos necessários à sua compreensão como instrumento de atuação da vontade administrativa, constituído com a participação efetiva do administrado, no exercício do seu direito fundamental ao devido processo legal e à ampla defesa, bem como mecanismo de controle da Administração Pública⁴.

4.1.2. Breve Histórico

Para uma melhor compreensão do regime jurídico que rege o processo administrativo sancionador no âmbito da CVM e antes de efetivamente adentrarmos na análise de suas regras e particularidades, entendemos interessante abrir um parêntese a fim de narrar a sua evolução histórica, partindo da Resolução CMN nº 454, de 16/11/1977, até a edição da Instrução CVM nº 607, de 17/06/2019, atualmente em vigor.

A respeito desse processo evolutivo, pedimos vênica para trazer a este texto a seguinte notícia histórica feita por Santos, Osório e Wellisch⁵, desde a Resolução CMN nº 454, de 16 de novembro de 1977, até a Deliberação CVM nº 457, de 23 de dezembro de 2002, que nos oferece, de uma maneira clara e didática, a melhor exposição a respeito do tema:

3 Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;
VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

4 MELLO, Levi. O Processo Administrativo Sancionador como Instrumento de Controle. In: BLAZECH, Luiz Maurício Souza; MARZAGÃO JUNIOR, Laerte I. (coords). *Direito Administrativo Sancionador*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 167.

5 SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fabio Medina; WEELISCH, Julia Sotto Mayor. *Mercado de Capitais/Regime Sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 185-187.

Até o início da década de 1990, por força da Resolução do CMN n. 454, de 16 de novembro de 1977, das Deliberações CVM ns. 12, de maio de 1981, e 16, de 24 de fevereiro de 1984, e do Parecer de Orientação CVM n. 6, de 28 de abril de 1980, a instauração de inquérito administrativo (IA) dependia de aprovação, pelo Colegiado da Autarquia, de expediente que lhe fosse submetido por um de seus membros, ou por qualquer Superintendente, do qual deveriam constar a individualização do indiciado e a descrição dos fatos e fundamentos do pedido.

Aprovada a instauração do IA, o Colegiado, no mesmo ato, designava o Superintendente encarregado da sua instrução, à época denominado “Encarregado de Inquérito”. Diante do Relatório do Encarregado de Inquérito, o Colegiado poderia: (i) determinar a realização de diligências; (ii) arquivar o caso; ou

(iii) concluir pelo cabimento de responsabilização, intimando o acusado para apresentação de defesa. Decorrido o prazo para o contraditório, o Colegiado procedia, então, ao julgamento do feito, absolvendo ou aplicando penalidades ao acusado.

Nessa época, também era possível a adoção do chamado Rito Sumário, conforme o disposto na Resolução CMN n. 1657, de 26 de outubro de 1989 e, inicialmente, na Instrução CVM n. 135, de 16 de novembro de 1990, seguida pela Instrução CVM n. 251, de 14 de junho de 1996. Tal rito era – e ainda é – aplicável a infrações “de natureza objetiva” (aquelas cuja apuração exigia uma dilação probatória mínima) a que se cominasse penalidades de multa pecuniária até o máximo de 3.000 Bônus do Tesouro Nacional – BTNs, hoje equivalentes a R\$ 100.000 (cem mil reais)⁶.

Considerando o disposto na Resolução CMN n. 1.141, de 26 de junho de 1986, a partir de 19994, conforme regulamentado pela Deliberação CVM n. 175, de 25 de outubro daquele ano, foram efetivamente instituídas as denominadas Comissões de Inquérito. Nesse contexto, cabia ainda ao Colegiado da Autarquia aprovar a proposta de instauração do IA, assim como o posterior Relatório da Comissão de Inquérito para, somente então e após a apresentação das defesas, proceder ao julgamento do processo administrativo sancionador.

Além disso, até então e afora as hipóteses nas quais era cabível o Rito Sumário, todos os ilícitos contra o mercado de capitais deveriam invariavelmente, ser apurados mediante a instauração de correspondente

inquérito administrativo, o que demandava não apenas tempo, mas também recursos materiais e humanos muitas vezes desproporcionais à lesão causada pela infração que se pretendia punir.

A partir de 2000, por força da Resolução CMN n. 2.785, de 19 de outubro, foi dispensada a constituição de Comissão de Inquérito quando os elementos de autoria e materialidade da infração fossem suficientes para o oferecimento de termo de acusação por um Superintendente, o qual deveria submetê-lo, de forma sumária, à aprovação do Colegiado da Autarquia.

Apesar do avanço alcançado com a possibilidade de oferecimento de Termo de Acusação pelo próprio Superintendente da área afeta ao mérito do processo, o procedimento sancionador no âmbito da CVM ainda se mostrava lento.

Assim é que, em 23 de dezembro de 2002, foi editada a Deliberação CVM nº 457, delegando maior autoridade às Superintendências da Autarquia. A partir de então, o Colegiado da CVM deixou de exercer qualquer interferência sobre os trabalhos das Comissões de Inquérito ou mesmo sobre os Termos de Acusação apresentados pelos diversos Superintendentes da CVM, agora de forma autônoma.

Com o advento da Deliberação CVM n. 457/2002, as peças acusatórias que dão início a um processo administrativo sancionador (PAS) deixaram de ser previamente analisadas e aprovadas pelo Colegiado da CVM, que se reservou a exclusiva função de julgar tais processos, após a apresentação das defesas dos acusados, instaurando-se então, efetivamente, na Autarquia, o princípio acusatório.

(...)

Segregou-se, assim, a função acusatória da função julgadora no âmbito dos processos administrativos sancionadores instaurados para apurar e punir infrações à legislação do mercado de valores mobiliários, dotando-se as Superintendências da Autarquia e as Comissões de Inquérito de autonomia para dar início a processos dessa natureza, bem como para realizar todas as diligências instrutórias necessárias para dar amparo às acusações que viessem a ser formuladas em face dos administrados.

(...)

Note-se ainda que, por meio da Deliberação CVM n. 457, o Colegiado da CVM também delegou ao Superintendente-Geral (SGE) da CVM a

competência para: a) designar os membros de Comissões de Inquérito e prorrogar o prazo de investigação; e

a) efetuar as comunicações pertinentes a outros órgãos e entidades da administração pública, quando verificada de ilícito em área sujeita à fiscalização destes, e ao Ministério Público, quando constatada a existência de indícios de crime de ação penal pública.

Diante da necessidade, à época, de revisão e consolidação das normas administrativas que disciplinavam o processo administrativo sancionador no âmbito da Autarquia, foi então editada a Deliberação CVM nº 538, de 5 de março de 2008, que revogou, dentre outras, a Deliberação CVM nº 457/02.

A nova Deliberação trazia como importante inovação a criação da Superintendência de Processos Sancionadores (SPS)⁷, que, em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (PFE-CVM), passou a ser a unidade especializada na condução dos inquéritos administrativos de que trata o art. 9º, inciso V e §2º, da Lei nº 6.385/76, substituindo, assim, as Comissões de Inquérito.

Mais recentemente, cumprindo o papel de aprimorar a disciplina dos processos administrativos sancionadores e, sobretudo, com o fim de refletir as alterações introduzidas pela Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, a CVM editou, após processo de audiência pública, a Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019, com vigência a partir de 1º de setembro de 2019.

A norma estabeleceu novo marco sobre a atuação sancionadora da CVM, sistematizando disposições, antes esparsas em diversas deliberações e instruções, em uma única norma sobre processos administrativos sancionadores instaurados no âmbito da autarquia. Ainda, regulamentou inovações trazidas pela Lei nº 13.506/2017, especialmente no que se refere ao aumento do valor máximo da penalidade de multa, com a criação de critérios para a sua dosimetria, e ao acordo administrativo em processo de supervisão.⁸

4.1.3. Da Atuação Sancionadora da Comissão de Valores Mobiliários – Instrução CVM nº 607/2019

Atualmente, o processo administrativo sancionador poderá ser de rito ordinário ou simplificado, a depender do nível de complexidade empregado nos meios de prova utilizados para a apuração da infração administrativa.

O procedimento para a apuração de infrações cometidas no âmbito do mercado

7 Art. 21 do Decreto n. 6.382, de 27 de fevereiro de 2008.

8 Fonte: EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 02/18 - Processo CVM SEI nº19957.006565/2017-86.

de capitais abrange duas fases distintas: a primeira, pré-sancionadora, de cunho investigativo e inquisitorial (art. 3º da Instrução CVM nº 607/2019); e a segunda, de caráter contraditório e processual, iniciada a partir da citação do acusado para a apresentação de defesa, quando então se considera instaurado o processo administrativo sancionador (art. 21 do referido ato normativo).

Conforme já abordado na narrativa histórica acerca da evolução do processo administrativo sancionador a partir da edição da Resolução CMN nº 2.785/2000, às Superintendências da CVM, no âmbito de suas respectivas atribuições técnicas, cabe a condução de investigações, podendo, mediante processo administrativo, realizar os atos necessários à delimitação da materialidade e autoria da conduta das infrações administrativas às normas, legais e infralegais, que disciplinam o mercado de capitais. Essa legitimidade para a prática de atos de investigação foi mantida no art. 3º da Instrução CVM nº 607/2019.

Reproduzindo a previsão contida na redação atual do §4º do art. 9º da Lei nº 6.385/76⁹, que prima pela busca da maior eficiência na atividade de supervisão e na resposta adequada aos ilícitos praticados, o parágrafo único do art. 3º da referida Instrução preceitua que, na apuração das infrações, a CVM deverá priorizar aquelas de natureza grave, cuja cominação de penalidade proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado.

Apoiada nesta premissa, uma vez concluída a fase investigativa, abrem-se três possibilidades sujeitas ao crivo de avaliação exclusivo da Superintendência com atribuição para a apuração da irregularidade administrativa, todas dispostas no art. 4º da Instrução ora analisada:

- (i) deixar de lavrar termo de acusação nas hipóteses em que concluir seja pela atipicidade da conduta, seja pela extinção da punibilidade, seja, ainda, naquelas em que restar demonstrada a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgar mais efetivos;
- (ii) lavrar termo de acusação, quando entender que dispõe de elementos conclusivos quanto à autoria e à materialidade da irregularidade constatada, nos termos do art. 6º; ou

9 Lei nº 6.385/76: Art. 9º. A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

(...)

§ 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos.

-
- (iii) apresentar proposta à Superintendência Geral - SGE - de inquérito administrativo destinado a aprofundar a coleta de elementos adicionais à verificação da autoria e da materialidade da infração. Neste caso, nos termos dos incisos I e II do art. 8º, a SGE poderá aprovar a instauração de inquérito administrativo para apurar os indícios de infração ou, acaso entenda não haver justa causa para a instauração de um inquérito, devolver o processo administrativo às superintendências de origem.

De forma meramente exemplificativa, a norma traz, no §1º do art. 4º, parâmetros para a avaliação da relevância da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem jurídico a embasar a decisão da área técnica acerca da lavratura do termo de acusação, tais como o grau de reprovabilidade ou da repercussão da conduta, a expressividade de prejuízos causados a investidores e demais participantes do mercado, o impacto da conduta na credibilidade do mercado de capitais e a regularização da suposta infração pelo administrado.

De notar que a nova disciplina normativa, com fundamento de validade direto nas alterações promovidas pela Lei nº 13.506/2017, permite que a repressão aos ilícitos praticados contra o mercado de capitais encontre resposta adequada, efetiva e eficiente não apenas na instauração de processos sancionadores e na cominação de penalidades, mas também em outras medidas de prevenção e supervisão, tais quais a expedição dos ofícios de alerta e o aproveitamento da atuação prévia e coordenada das instituições autorreguladoras.

Analisaremos adiante as fases de cada um dos procedimentos administrativos instaurados no âmbito da CVM, de rito ordinário e simplificado, abordando os poderes conferidos à CVM para a apuração das infrações praticadas contra o mercado de valores mobiliários, bem como as questões relacionadas ao sigilo temporário da investigação e ao sigilo das operações financeiras.

4.4.0.1.a - Poderes de Investigação da CVM – Art. 9º da Lei nº 6.385/76

Para o fim de conferir efetividade ao poder fiscalizatório e, assim, possibilitar, mediante o devido processo administrativo, a adequada e suficiente investigação das irregularidades administrativas praticadas contra o mercado de capitais, o art. 9º da Lei nº 6.385/76 revestiu a CVM de determinados poderes, a saber: de examinar e extrair cópias de documentos (inciso I); de intimar pessoas a prestar informações ou esclarecimentos, sob pena de multa (inciso II); e de requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública (inciso III).¹⁰

¹⁰ Nesse sentido os comentários de Julya Sotto Mayor Wellisch ao art. 9º da Lei nº 6.385/76: “Considerando o disposto no art. 4º da Lei nº 6.385/76, e para que a CVM pudesse alcançar as finalidades ali previstas e, assim, viabilizar o cumprimento dos mandatos legais que lhe foram outorgados, o art. 9º da lei confere à Autarquia uma série de poderes de fiscalização das atividades, operações e condutas praticadas no âmbito do mercado de valores mobiliários.

(...)

Na fase investigativa, ou inquisitorial, em que essencialmente se busca a identificação de elementos de autoria e materialidade da prática de atos ilegais, as áreas técnicas da CVM podem, com amparo no inciso I do referido dispositivo legal, examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, (i) das pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários (art. 15 da Lei nº 6.385/76); (ii) das companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum; (iii) dos fundos e sociedades de investimento; (iv) das carteiras e depósitos de valores mobiliários (arts. 23 e 24 da Lei nº 6.385/76); (v) dos auditores independentes; (vi) dos consultores e analistas de valores mobiliários; e (vii) de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos do inciso V do art. 9º da Lei nº 6.385/76, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não equitativas.

Conforme se infere da disposição legal, o poder de requisição e exame de documentos pela Autarquia para o fim de aferição de ocorrência de prática de atos ilícitos tem amplitude não apenas sob o aspecto objetivo, abrangendo os mais variados tipos de documentos, independentemente do meio em que se encontrem arquivados ou registrados, como também sob o aspecto subjetivo, alcançando tanto pessoas físicas e jurídicas por ela reguladas, como também quaisquer outras pessoas que possam estar envolvidas com a prática da irregularidade ou que detenham informações que possam contribuir para a elucidação dos fatos. Cabe salientar, no entanto, que esse poder não deve ser interpretado como um salvo conduto para a Autarquia proceder a uma devassa sem qualquer critério, devendo ser feita, a cada caso, uma análise de proporcionalidade, conforme proclamado pelo art. 2º, parágrafo único, inciso VI, da Lei nº 9.784/99.

O Colegiado da CVM também já se posicionou sobre o tema. Ao apreciar o Processo CVM RJ nº 2005/1779, em 14/06/2005, a ex-Diretora Norma Parente, amparando-se

Pouca ou nenhuma eficácia teria a atuação da CVM se não lhe fossem conferidos os meios necessários ao alcance de suas finalidades institucionais. Esta é, portanto, a razão de ser do art. 9º da lei, que outorga à autarquia reguladora do mercado de valores mobiliários diversos e relevantes poderes para viabilizar o regular desempenho de suas funções.

Aliás, no atual sistema constitucional brasileiro, é somente assim que pode ser compreendido o art. 9º da Lei nº 6.385/76. Os poderes conferidos por lei à CVM, como sói acontece em relação aos poderes administrativos em geral, somente têm fundamento na medida em que se destinem a permitir que ela cumpra as funções públicas para as quais foi criada. Trata-se, portanto, de um poder-função, de natureza nitidamente instrumental e que, assim, somente se legitima se e quando exercido no sentido de permitir que a Autarquia alcance seus fins, desincumbindo-se de seus mandatos legais. (In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais* – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015.).

em parecer da PFE-CVM, manifestou-se no sentido da inexistência de óbice à CVM, no exercício regular de seu poder de polícia, ao exame e extração de cópias de livros sociais relacionados à investigação, eis que, no caso, restaram delimitadas as espécies de livros que se pretendia ter acesso, tendo sido restringido o período temporal de acordo com o objeto da investigação, na forma do § 2º, do art. 9º, da Lei nº 6.385/76.

Por sua vez, o inciso II do art. 9º da Lei nº 6.385/76 atribuiu à CVM poder para intimar as pessoas referidas no seu inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob pena de cominação de multa, sem prejuízo da eventual aplicação das penalidades previstas no art. 11 desse mesmo diploma legal. Por força do que atualmente dispõe o art. 1º, inciso I, e parágrafo único, inciso I, do Anexo 64 da Instrução CVM nº 607/2019¹¹, o não atendimento injustificado à intimação para prestar depoimento caracteriza embaraço à fiscalização, a qual é considerada infração de natureza grave.

4.4.0.1.b - Possibilidade de decretação do sigilo no curso da investigação – Art. 9º, §2º, da Lei nº 6.385/76 e arts. 14 e 15 da Instrução CVM nº 607/2019

Com vistas a resguardar o resultado das investigações, o §2º do art. 9º da Lei nº 6.385/76 assegura a possibilidade de decretação do “sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público” na fase investigativa, observado o procedimento fixado pela CVM¹². A previsão tem relevância, na medida em que toca com a restrição do direito de acesso aos autos e solicitação de cópia de inquéritos administrativos, seja pelas pessoas investigadas, seja por terceiros, exigindo, portanto, a ponderação com os princípios que regem os atos administrativos.

Com efeito, prevalece no ordenamento jurídico pátrio o princípio da publicidade dos atos produzidos pela administração pública, consagrado em sede constitucional – art. 37, caput, da Constituição Federal.

O direito de acesso às informações produzidas pelo poder público, dentre as quais se enquadram os inquéritos e processos administrativos, encontra-se atualmente disciplinado pela Lei nº 12.527/2011 – Lei de Acesso à Informação (LAI). Assim, a CVM, na qualidade de autarquia federal, subordina-se igualmente ao regime constante

11 Art. 1º Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, as seguintes hipóteses:

(omissis); e

IV – embaraço à fiscalização da CVM.

Parágrafo único. Entende-se como embaraço à fiscalização, para os fins desta Instrução, as hipóteses em que qual-quer das pessoas referidas no art. 9º, inciso I, alíneas “a” a “g”, da Lei nº 6.385, de 1976, injustificadamente deixe de:

I – atender, no prazo estabelecido, a intimação para prestação de informações ou esclarecimentos que houver sido formulada pela CVM. ou

12 Instrução CVM nº 607/2019.

da LAI, o qual reafirma a publicidade como preceito geral e o sigilo como exceção¹³.

Ao tempo em que confere efetividade ao princípio da publicidade, garantindo a máxima transparência e divulgação das informações geradas pelos entes públicos, a própria LAI, reconhecendo que não há direitos que se revistam de caráter absoluto¹⁴, resguarda a proteção da informação sigilosa, assim definida como aquela submetida temporariamente à restrição de acesso público em razão de sua imprescindibilidade para a segurança da sociedade e do Estado (art. 4º, inciso III). O estatuto legal faz ainda ressalva expressa às hipóteses legais de sigilo ao dispor que: “O disposto nesta Lei não exclui as demais hipóteses legais de sigilo e de segredo de justiça nem as hipóteses de segredo industrial decorrentes da exploração direta de atividade econômica pelo Estado ou por pessoa física ou entidade privada que tenha qualquer vínculo com o poder público”.

Como então fazer conviver o direito de acesso aos autos, em especial pelo investigado, e eventual decretação temporária de sigilo na fase investigativa? Na seara da ponderação entre estes interesses, a decisão administrativa restritiva do acesso encontra base legal, infralegal – no âmbito exclusivo da CVM – e, também, jurisprudencial.

Ao tratar da classificação da informação quanto ao grau e prazo de sigilo, a LAI prevê a possibilidade de decretação do sigilo sempre que a divulgação da informação ou o acesso irrestrito possa comprometer atividades de inteligência, **bem como de investigação ou fiscalização em andamento, relacionadas com a prevenção ou repressão de infrações**, conforme expressamente prevê o art. 23, inciso VIII.

Em âmbito administrativo, a decretação de sigilo sobre o procedimento administrativo encontra regulamentação atual expressa nos arts. 14 e 15 da Instrução CVM nº 607/2019, que assim dispõem:

Art. 14. **No interesse das investigações e da instrução processual**, poderá ser conferido tratamento sigiloso aos autos, documentos, objetos ou informações e atos processuais, dentro do estritamente necessário à elucidação dos fatos.

13 Art. 1º, inciso II, e art. 3º, inciso I.

14 O Supremo Tribunal Federal já de há muito assentou o entendimento acerca do caráter não absoluto dos direitos e garantias fundamentais, conforme se depreende do seguinte aresto: “Os direitos e garantias individuais não têm caráter absoluto. Não há, no sistema constitucional brasileiro, direitos ou garantias que se revistam de caráter absoluto, mesmo porque razões de relevante interesse público ou exigências derivadas do princípio de convivência das liberdades legitimam, ainda que excepcionalmente, a adoção, por parte dos órgãos estatais, de medidas restritivas das prerrogativas individuais ou coletivas, desde que respeitados os termos estabelecidos pela própria Constituição. O estatuto constitucional das liberdades públicas, ao delinear o regime jurídico a que estas estão sujeitas – e considerado o substrato ético que as informa – permite que sobre elas incidam limitações de ordem jurídica, destinadas, de um lado, a proteger a integridade do interesse social e, de outro, a assegurar a coexistência harmoniosa das liberdades, pois nenhum direito ou garantia pode ser exercido em detrimento da ordem pública ou com desrespeito aos direitos e garantias de terceiros.” [MS 23.452, rel. min. Celso de Mello, j. 16-9-1999, P, DJ de 12-5-2000.]

Parágrafo único. Da negativa de acesso fundada na hipótese de que trata este artigo, cabe recurso do investigado ao Colegiado.

Art. 15. De ofício ou mediante requerimento do interessado, o acesso de terceiros aos autos será restringido em virtude de sigilo decorrente de lei ou por constituir informação relativa à atividade empresarial de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado cuja divulgação possa representar vantagem competitiva a outros agentes econômicos.

As disposições acima transcritas encontram-se em perfeita consonância com o entendimento jurisprudencial firmado pelo Supremo Tribunal Federal, que, ao tratar dos direitos de qualquer pessoa sob investigação, editou a Súmula Vinculante nº 14, com o seguinte teor:

É direito do defensor, no interesse do representado, ter acesso amplo aos elementos de prova que, já documentados em procedimento investigatório realizado por órgão com competência de polícia judiciária, digam respeito ao exercício do direito de defesa.

Ao comentarem a Súmula Vinculante nº 14, Santos, Osório e Wellisch¹⁵ assim se posicionaram:

Da simples leitura do verbete acima enunciado, é fácil depreender, inclusive por força da já mencionada jurisprudência da Corte no sentido da inexistência de direitos de caráter absoluto, que a súmula ora em comento não reconheceu um direito absoluto dos advogados de acesso irrestrito aos autos de inquéritos sigilosos, mas tampouco outorgou às autoridades públicas prerrogativas de limitação soberana no sentido de resguardar suas investigações com sigilo, diante do princípio constitucional e administrativo da publicidade.

De fato, o STF não reconheceu um direito absoluto de acesso irrestrito aos autos de inquérito sigiloso. Em realidade, a Suprema Corte demonstrou bastante cautela no exercício da ponderação entre a ampla defesa e a eficácia do poder-dever estatal de apuração dos ilícitos, resguardando a possibilidade de sigilo de diligências em curso cuja publicidade possa comprometer a própria efetividade da investigação, conforme se extrai do precedente representativo da edição da Súmula:

Há, é verdade, diligências que devem ser sigilosas, sob risco de

¹⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fabio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Op. Cit. Págs. 193 e 197.

comprometimento do seu bom sucesso. Mas, se o sigilo é aí necessário à apuração e à atividade instrutória, a formalização documental de seu resultado já não pode ser subtraída ao indiciado nem ao defensor, porque, é óbvio, cessou a causa mesma do sigilo. (...) Os atos de instrução, enquanto documentação dos elementos retóricos colhidos na investigação, esses devem estar acessíveis ao indiciado e ao defensor, à luz da Constituição da República, que garante à classe dos acusados, na qual não deixam de situar-se o indiciado e o investigado mesmo, o direito de defesa. O sigilo aqui, atingindo a defesa, frustra-lhe, por conseguinte, o exercício. (...) 5. Por outro lado, o instrumento disponível para assegurar a intimidade dos investigados (...) não figura título jurídico para limitar a defesa nem a publicidade, enquanto direitos do acusado. E invocar a intimidade dos demais investigados, para impedir o acesso aos autos, importa restrição ao direito de cada um dos envolvidos, pela razão manifesta de que os impede a todos de conhecer o que, documentalmentemente, lhes seja contrário. Por isso, a autoridade que investiga deve, mediante expedientes adequados, aparelhar-se para permitir que a defesa de cada paciente tenha acesso, pelo menos, ao que diga respeito a seu constituinte. [HC 88.190, voto do rel. min. Cezar Peluso, 2ª T, j. 29-8-2006, DJ de 6-10-2006.]

Portanto, uma vez que a publicidade é a regra e que o sigilo não é inerentemente essencial à investigação de irregularidades, a restrição temporária de acesso ainda nesta fase somente se admite para aquelas hipóteses em que o sigilo é necessário para resguardar o resultado das investigações (art. 9, §2º, da Lei nº 6.385/76 c/c art. 23, inciso VIII da Lei nº 12.527/2011) e, também, para preservar a intimidade, a vida privada, a honra e a imagem das pessoas que estão sendo investigadas (art. 31 da Lei nº 12.527/2011).

Ainda, considerando que a LAI também resguarda outras hipóteses de sigilo legalmente previstas, será restringido o acesso, seja na fase investigativa, como também ao longo de todo o processo administrativo sancionador, aos documentos que contenham informações relacionadas às operações financeiras, as quais encontram-se protegidas pelo sigilo de que trata a Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001¹⁶.

4.4.0.1.c - Inoponibilidade do sigilo das operações financeiras à CVM – Lei Complementar nº 105/2001

Por fim, cumpre tecer comentários sobre outro ponto importante relacionado à instrução dos processos administrativos sancionadores: a não oposição à CVM, seja do sigilo das operações realizadas no mercado de capitais, seja, também, do sigilo

16

A LC n. 105/01 dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras e dá outras providências.

bancário, quando do regular desempenho das suas atividades e, mais precisamente, no que diz respeito ao exercício da sua atuação sancionadora, à luz da disciplina contida na Lei Complementar nº 105/2001.

A questão é de relevo, porquanto o sigilo das operações financeiras encontra raízes na preservação da intimidade ou privacidade, direitos fundamentais expressos no art. 5º, incisos X e XII, da Constituição Federal¹⁷.

Não obstante, ainda que se trate de projeção do direito constitucional à privacidade, o sigilo não é direito absoluto, devendo ceder diante do interesse público, do interesse social e do interesse da Justiça, desde que observado o procedimento estabelecido em lei e com respeito ao princípio da razoabilidade (RE219780).

Consoante a opinião de Santos e Wellisch¹⁸, o estatuto constitucional das liberdades públicas, ao delinear o regime jurídico a que estas estão sujeitas, permite que sobre elas incidam limitações de ordem jurídica, destinadas, de um lado, a proteger a integridade do interesse social e, de outro, a assegurar a coexistência harmoniosa das liberdades, pois nenhum direito ou garantia pode ser exercido em detrimento da ordem pública ou com desrespeito aos direitos e garantias de terceiros.

Em se tratando do sigilo das operações de instituições financeiras, as limitações de ordem jurídica encontram-se disciplinadas pela Lei Complementar nº 105/2001, que define as autoridades públicas que poderão ter acesso direto às informações sobre as operações financeiras, o dever de sigilo, as hipóteses de decretação de quebra de sigilo, bem como as hipóteses de compartilhamento destas informações.

Pois bem. Uma vez que a atuação fiscalizatória da CVM se deita sobre o mercado de valores mobiliários, é intuitivo que, no exercício desta atividade, ela tenha acesso a informações de natureza sigilosa. Neste aspecto, para assegurar não apenas a efetividade, mas também o próprio exercício de seu poder investigatório, a Lei Complementar nº 105/2001 é expressa ao conferir à Autarquia a prerrogativa de acesso direto às informações relacionadas às operações bursáteis cursadas no mercado, conforme se infere do dispositivo abaixo transcrito:

Art. 2o O dever de sigilo é extensivo ao Banco Central do Brasil, em relação às operações que realizar e às informações que obtiver no exercício de suas atribuições.

(...)

17 É remansosa a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal reconhecendo os sigilos das operações financeiras, assim como o sigilo fiscal, são decorrências da proteção constitucional à intimidade e privacidade, preconizadas no art. 5º, incisos X e XII, cabendo citar, apenas a título de exemplo: MS 24029; MS 23960; MS 23452, RE219780.

18 SANTOS, Alexandre Pinheiro; WELLISCH, Julia Sotto Mayor. Os limites do sigilo bancário diante do Processo Sancionador da CVM. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (org.). *Processo Societário II - Adaptado ao Novo CPC Lei nº 13.105/2015*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 1, págs. 29-46.

§ 3o O disposto neste artigo aplica-se à Comissão de Valores Mobiliários, quando se tratar de fiscalização de operações e serviços no mercado de valores mobiliários, inclusive nas instituições financeiras que sejam companhias abertas.

Assim, no exercício de sua atividade fiscalizatória, com vistas a instruir os procedimentos regularmente instaurados, a CVM poderá requisitar diretamente aos agentes regulados as informações sobre operações financeiras realizadas no mercado de capitais, cujo dever de sigilo deverá ser mantido pela Autarquia.

Alguma discussão poderia surgir, como de fato surgiu nos primeiros anos que se sucederam ao advento da citada lei, sobre a possibilidade de intercâmbio entre CVM e Banco Central do Brasil das informações sigilosas obtidas em seus respectivos âmbitos de atuação regulatória, possibilitando à CVM, assim, o acesso às informações acobertadas pelo sigilo bancário e ao Banco Central o acesso às informações sobre operações realizadas no mercado de capitais. A discussão – compartilhamento de informações sigilosas – ainda é atual e consentânea às recentes decisões proferidas pelo Supremo Tribunal Federal.

É interessante o registro de que, ao ser instada a se manifestar sobre os aspectos de legalidade deste compartilhamento, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM, a partir de interpretação sistemática do que expressamente dispõem o parágrafo único do art. 7º da Lei Complementar nº 105/2001¹⁹ e o art. 28 da Lei nº 6.385/76²⁰, concluiu não haver quaisquer óbices, asseverando:

*“que as informações sigilosas objeto de intercâmbio entre CVM e BACEN são aquelas obtidas nas áreas de suas respectivas competências (mercado de valores mobiliários e mercado financeiro stricto sensu), quando tenham alguma relação com fatos específicos ocorridos no mercado de valores mobiliários e que sejam do interesse fiscalizatório daqueles entes autárquicos.”*²¹

E, contra eventual argumento no sentido de que o intercâmbio destas informações poderia configurar indevida quebra de sigilo, a PFE, com suporte não apenas nas expressas previsões legais, mas em doutrina e juris- prudência firmada à época, foi

¹⁹ Lei Complementar nº 105/2001, Art. 7o Sem prejuízo do disposto no § 3o do art. 2o, a Comissão de Valores Mobiliários, instaurado inquérito administrativo, poderá solicitar à autoridade judiciária competente o levantamento do sigilo junto às instituições financeiras de informações e documentos relativos a bens, direitos e obrigações de pessoa física ou jurídica submetida ao seu poder disciplinar.

Parágrafo único. O Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, **manterão permanente intercâmbio de informações** acerca dos resultados das inspeções que realizarem, dos inquéritos que instaurarem e das penalidades que aplicarem, **sempre que as informações forem necessárias ao desempenho de suas atividades.**

²⁰ Lei nº 6.385/76, Art. 28. O Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, a Secretaria de Previdência Complementar, a Secretaria da Receita Federal e Superintendência de Seguros Privados manterão um sistema de intercâmbio de informações, relativas à fiscalização que exerçam, nas áreas de suas respectivas competências, no mercado de valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

²¹ PARECER/PFE-CVM/Nº 01/2005, da lavra do ex-Procurador Federal, Dr. Julio Ramalho Dubeux

categórica em afirmar que:

74. Invocando lição de Nelson Abrão e julgados dos TRFs da 3.a, 4.a e 5.a Regiões, ousamos **conceituar o sigilo como o dever jurídico imposto às instituições financeiras e às autoridades públicas de não revelar a terceiros, sem motivo legal plausível, informações sobre operações financeiras (informações sigilosas) a que tenham acesso ou a que tiveram acesso, no exercício de suas atribuições.**

(...)

75. Invocando o art. 10 da LC 105/01, consideramos também que a quebra do sigilo fora das hipóteses autorizadas pela Lei constitui crime.

Art. 10. A quebra de sigilo, fora das hipóteses autoriza- das nesta Lei Complementar, constitui crime e sujeita os responsáveis à pena de reclusão, de um a quatro anos, e multa, aplicando-se, no que couber, o Código Penal, sem prejuízo de outras sanções cabíveis.

76. Diante das balizas acima (conceito de sigilo e crime de quebra de sigilo), entendemos que, independentemente das expressas previsões legais autorizadas do intercâmbio entre a CVM e o BACEN (art. 7º, parágrafo único, da LC 105/01 e art. 28 da Lei 6.385/76), a troca de informações sigilosas entre a CVM e o BACEN não implica quebra do dever de sigilo determinado pela LC 105/01 (arts. 1º, 2º, 10), porquanto, a nosso juízo, a ilicitude aconteceria apenas quando as pessoas sujeitas ao dever de sigilo disponibilizassem informações sigilosas para terceiros (...).

77. Terceiros, certamente, não se aplica à relação entre a CVM e o BACEN, entidades co-irmãs, incumbidas de, juntas, regular eficientemente o sistema financeiro brasileiro.

(...)

80. Com apoio na jurisprudência do TRF da 4.a Região, entendemos que o intercâmbio de informações sigilosas entre a CVM e BACEN, longe de implicar quebra do sigilo, consiste em simples transferência do sigilo entre autoridades públicas, pois que a informação é compartilhada, estendendo-se o sigilo à entidade recebedora da informação, não havendo, por conseguinte, que se cogitar nesse caso de atuação ilícita ou de quebra de qualquer dever.

O entendimento de há muito exarado pela PFE-CVM encontra-se em perfeita harmonia

com o atual entendimento do STF sobre a possibilidade de compartilhamento de informações sigilosas entre autoridades públicas com a consequente transferência do dever de sigilo, conforme o resultado de julgamentos recentes da Corte.

Neste aspecto, faz-se aqui referência às decisões proferidas em sede de controle de constitucionalidade quando do julgamento conjunto das ADI nº 2.390, 2.386, 2.397 e 2.859, cujo ponto central foi a alegação de inconstitucionalidade dos arts. 5º e 6º da Lei Complementar nº 105/01, referentes ao acesso, pela administração tributária, às informações bancárias de contribuintes detidas pelas instituições financeiras sem a necessidade de prévia autorização judicial. Em acórdão com trânsito em julgado em 16.01.2017, o STF, por maioria, reconheceu a constitucionalidade dos referidos dispositivos legais, por entender que eles não encerram hipótese indevida de quebra de sigilo e consequente ofensa a direito fundamental, mas sim consagram:

“a permanência do sigilo das informações bancárias obtidas com espeque em seus comandos, não havendo neles autorização para a exposição ou circulação daqueles dados. Trata-se de uma transferência de dados sigilosos de um determinado portador, que tem o dever de sigilo, para outro, que mantém a obrigação de sigilo, permanecendo resguardadas a intimidade e a vida privada do correntista, exatamente como determina o art. 145, § 1º, da Constituição Federal.”

Na oportunidade, o Ministro Relator Dias Tóffoli fez a distinção entre o que se entende por “quebra de sigilo” e “transferência de sigilo”. Importa, pois, transcrever os seguintes e relevantes trechos do voto proferido pelo eminente Ministro da Suprema Corte, tendo em vista sua pertinência com o ponto ora tratado:

Trata-se, desse modo, de uma transferência de dados sigilosos de um determinado portador, que tem o dever de sigilo, para outro, que mantém a obrigação de sigilo.

Note-se que, ao se dizer que há mera transferência de informações, não se está por desconsiderar a possibilidade de utilização dos dados pelo Fisco. Está-se, contudo, a dizer que essa utilização não desnatura o caráter sigiloso da movimentação bancária do contribuinte, e, dessa forma, não tem o condão de implicar violação de sua privacidade.

(...)

Nesse sentido, o conhecimento da notícia, do dado, da informação não implica, por si, que haja violação da privacidade, desde que: 1) não seja seguido de divulgação; 2) for do domínio apenas de quem legitimamente o detenha.

E é nisso que reside o chamado ‘sigilo fiscal’: o Fisco, é certo, detém ampla

informação relativa “[a]o patrimônio, [a]os rendimentos e [à]s atividades econômicas do contribuinte” (art. 145, § 1º, da CF/88), e tem, em contrapartida, o dever de sobre ela silenciar (no sentido de não proceder à divulgação); permanecendo-lhe legítimo utilizar os dados para o fim de exercer os comandos constitucionais que lhe impõem a tributação.

(...)

Em síntese, tenho que o que fez a LC 105/01 foi possibilitar o acesso de dados bancários pelo Fisco, para identificação, com maior precisão, por meio de legítima atividade fiscalizatória, do patrimônio, dos rendimentos e das atividades econômicas do contribuinte, sem permitir, contudo, a divulgação dessas informações, resguardando-se a intimidade e a vida íntima do cor- rentista.

Esse resguardo se torna evidente com a leitura sistemática da LC nº 105/01, em verdade, bastante protetiva na ponderação entre o acesso aos dados bancários do contribuinte e o exercício da atividade fiscalizatória pelo Fisco.

É possível, assim, afirmar que a Lei Complementar nº 105/01 não violou qualquer garantia constitucional da proteção à privacidade e ao sigilo de dados (art. 5º, incisos X e XII da Constituição Federal) ao permitir a transferência de dados bancários entre instituições que tem, simultaneamente, o dever de guardar sigilo.

Temos que é exatamente na linha de interpretação adotada pela Suprema Corte ao apreciar as já citadas ações de controle concentrado de constitucionalidade que se encontram inseridos os casos específicos de intercâmbio de informações resguardadas por sigilo entre o Banco Central do Brasil (BCB) e a CVM.²² Como visto acima, a troca de informações entre instituições que têm, simultaneamente, o dever de guardar sigilo não importa na sua quebra, mas sim em mera transferência de dever de manter sigilo entre instituições (no caso a CVM e o BCB). Santos e Wellisch²³ defendem que ambas as instituições, em conjunto:

(...) consubstanciam a intervenção global de um mesmo Estado brasileiro no domínio econômico e financeiro, mais especificamente no sistema financeiro nacional no qual os segmentos mercado de capitais e financeiro em sentido estrito desempenham papel singular para o desenvolvimento econômico do país, notadamente se consideradas, nos dias atuais, a estrutura e a conjuntura sob a perspectiva transnacional.

Ademais, e a demonstrar a plena compatibilidade da interpretação ora

22 . A PFE-CVM, ao longo dos anos, vem adotando entendimento exatamente nesse mesmo sentido. Neste sentido, vale citar o PARECER/PFE-CVM/Nº 001/2005.

23 . SANTOS, Alexandre Pinheiro; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Op. Cit. p. 29-46.

sustentada com o sistema jurídico pátrio, há que se recordar que, tendo a lei estabelecido o dever da CVM de atuar na prevenção e no combate aos ilícitos cometidos no âmbito do mercado de capitais (fim), inclusive por meio da instauração de processos administrativos sancionadores como o analisado no tópico I do presente artigo, não teria sentido que ela não pudesse adotar as medidas necessárias (meio) a esse mister, desde que, é claro, não haja qualquer desrespeito à ordem constitucional vigente ou mesmo qualquer transgressão ao direito positivo.

Comungamos, pois, do entendimento dos referidos autores, de que a Lei Complementar nº 105/01 previu expressamente, inclusive:

“a possibilidade de a CVM e o BCB manterem intercâmbio de informações acerca dos resultados das inspeções que realizarem, dos inquéritos que instaurarem e das penalidades que aplicarem, sempre que as informações forem necessárias ao desempenho de suas atividades”²⁴.

De ressaltar, por fim, que, de acordo com o que expressamente determina o art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001, uma vez identificados, no exercício de suas atribuições, indícios de crime de ação penal de iniciativa pública e/ou irregularidade administrativa de competência diversa, deve rá a CVM realizar a comunicação às autoridades públicas competentes, devidamente acompanhada de toda a documentação necessária à apuração e comprovação do crime ou da irregularidade.²⁵ A comunicação das condutas ilícitas às autoridades penais ou administrativas competentes é feita, por certo, com a transferência do dever de sigilo sobre os dados sigilosos.

4.4.0.2. Do Termo de Acusação

A depender do resultado das diligências investigativas, as Superintendências irão adotar diferentes medidas, dispostas no art. 4º da Instrução CVM nº 607/2019, cuja avaliação dependerá do conjunto de informações reunidas. A primeira delas é o **arquivamento** do procedimento, que deverá se dar sempre que a área técnica responsável concluir pela inexistência de irregularidades ou pela extinção da punibilidade.

24 . O art. 28 da Lei n. 6.385/76 também prevê que o “ Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, a Secretaria de Previdência Complementar, a Secretaria da Receita Federal e Superintendência de Seguros Privados manterão um sistema de intercâmbio de informações, relativas à fiscalização que exerçam, nas áreas de suas respectivas competências, no mercado de valores mobiliários”.

25 Art. 9º Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos.

(...)

§ 2º Independentemente do disposto no caput deste artigo, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários comunicarão aos órgãos públicos competentes as irregularidades e os ilícitos administrativos de que tenham conhecimento, ou indícios de sua prática, anexando os documentos pertinentes.

De outro modo, se entender que, a despeito de estar diante de conduta típica, há necessidade de aprofundar a coleta de elementos adicionais à verificação da autoria e da materialidade da conduta, deverá **propor a instauração de inquérito administrativo**.

Finalmente, concluindo pela tipicidade da conduta do investigado e tendo logrado êxito em reunir indícios suficientes de autoria e materialidade da infração administrativa, deverá elaborar acusação formal, **lavrando termo de acusação**.

4.1.4. Do Inquérito Administrativo

Conforme explicitado no item anterior, se, não obstante os atos de investigação praticados pelas Superintendências, ainda assim as informações obtidas não forem suficientes à formação de um juízo para a formulação da acusação, sendo imprescindível maior dilação probatória, poderão propor inquérito administrativo destinado a aprofundar a coleta de elementos adicionais e necessários à verificação da autoria e da materialidade da infração (art. 3º c/c art. 4º, inciso III, da Instrução CVM nº 607/2019).

Trata-se de procedimento de cunho eminentemente investigativo, cuja condução é de atribuição especializada da Superintendência de Processos Sancionadores. A ele também se aplicam, portanto, as considerações feitas acerca dos poderes atribuídos à CVM pela Lei nº 6.385/76 nesta fase processual, bem como a possibilidade de decretação de sigilo e consequente restrição de acesso ao procedimento sempre que a divulgação puder entregar a linha de investigação e/ou comprometer o resultado das diligências em curso e, ainda, para resguardar a intimidade e privacidade das pessoas sob investigação.

A proposta deverá ser dirigida ao Superintendente Geral, a quem caberá (i) aprovar a instauração de inquérito administrativo para apurar os indícios de infração às normas do mercado de valores mobiliários; ou (ii) devolver o processo administrativo às superintendências, quando entender não haver justa causa para a instauração do inquérito.

Em sendo aprovada a proposta das áreas técnicas, o inquérito terá início com a publicação da Portaria de instauração pelo Superintendente Geral. Os trabalhos de investigação devem ser concluídos no prazo de 120 (cento e vinte) dias²⁶, contados da data de sua instauração, podendo ser prorrogado, por mais de uma vez, mediante pedido motivado à SGE, por período que julgar adequado e for demonstrado ser necessário para a conclusão das investigações²⁷.

26 Art. 10 da Instrução CVM nº 607/2019.

27 Sobre a duração do inquérito administrativo, vale mencionar que a jurisprudência pátria posiciona-se no sentido de que eventual descumprimento do prazo estabelecido não acarreta nulidade capaz de invalidar o procedimento. Neste sentido, os seguintes julgados do STJ: MS 9.807/DF, Relator Min. Paulo Gallotti, 3ª Seção, DJ 11.10.2007; e MS 7.962/DF, Relator Min. Vicente Leal, 3ª Seção, DJ 01.07.2002.

Cabe aqui dar ênfase às alterações que a Instrução CVM 607/2019 introduziu na condução dos inquéritos administrativos. Sob a vigência da Deliberação 538/2008, os inquéritos administrativos eram conduzidos de forma compartilhada entre a Superintendência de Processos Sancionadores e a Procuradoria Federal Especializada, que, ao fim, assinavam conjuntamente a peça de acusação ou a promoção de arquivamento do procedimento. À luz da nova disciplina, contudo, os atos de instrução dos inquéritos encontram-se agora a cargo exclusivo da SPS.

O art. 12 do citado ato normativo prevê as hipóteses em que, ao fim do inquérito, a SPS deverá proceder ao seu arquivamento, quais sejam: (i) não obstante o aprofundamento da dilação probatória, não for possível a obtenção de provas suficientes à formação de um juízo acusatório; (ii) se convencer da inexistência de infração ou verificar a ocorrência de causa de extinção da punibilidade. (iii) restar demonstrada a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos.

4.1.5. Dos requisitos formais à formulação da acusação

Concluída a etapa de investigação e estando presentes os elementos que fundamentam a formação de juízo acusatório, seja a Superintendência de Processos Sancionadores, quando da elaboração da peça acusatória ao final do inquérito administrativo, sejam as demais Superintendências, quando da lavratura de termo de acusação, deverão observar as disposições comuns contidas nos arts. 5º, 6º e 7º da Instrução CVM nº 607/2019, que passam a ser analisados.

a) Da manifestação prévia do(s) acusado(s) – art. 5º

De acordo com o citado art. 5º, as Superintendências, previamente à formulação a acusação, deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos que poderão ser a ele imputados, considerando-se atendida essa exigência sempre que o acusado: (i) tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou (ii) tenha sido oficiado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.

Haja vista o momento processual em que é colhida, necessário o registro de que a manifestação prévia do investigado em nada se confunde com o exercício do direito de defesa do acusado, de maneira que sua ausência não configura irregularidade capaz de ensejar a nulidade do procedimento, conforme entendimento já de há muito consolidado pelo Colegiado da CVM. O precedente foi firmado em voto proferido pelo Diretor Otavio Yazbek quando do julgamento do PAS CVM nº RJ2006/8572, em

sessão realizada em 16.03.2010:

(...) aqui, vale, novamente, esclarecer com que finalidade foi concebido o art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, qual seja, proteger e viabilizar o exercício do poder de polícia pela CVM. Com efeito, a oitiva preliminar tem por objetivo tão somente dar suporte à formação da convicção da área técnica quanto à materialidade e a autoria das infrações e auxiliar na boa instrução do processo, durante a etapa investigativa de que trata o art. 9º, § 2º, da Lei nº 6.385, de 7.12.1976. O dispositivo não confere, portanto, um direito subjetivo aos investigados, nem deve ser confundido com defesa prévia.²⁸

Tal entendimento, muito embora construído ainda sob a égide da Deliberação CVM nº 538/2008, aplica-se com perfeição à Instrução CVM nº 607/2019, que replicou a redação anterior acerca da manifestação prévia do investigado.

b) Dos elementos essenciais à acusação

Do termo de acusação e da peça acusatória, quando os elementos de autoria e materialidade da infração forem suficientes para o seu oferecimento, devem constar os requisitos dispostos no art. 6º da citada Instrução, quais sejam: (i) nome e qualificação dos acusados; (ii) narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; (iii) análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; (iv) esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados; (v) os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; (vi) o rito a ser observado no processo administrativo sancionador; e (vii) proposta de comunicação a que se refere o art. 13 da Instrução CVM nº 607/2019, se for o caso.

A peça acusatória, portanto, deve apresentar todos os elementos essenciais e os requisitos considerados indispensáveis à caracterização do ilícito, com a descrição mínima dos fatos e suas circunstâncias, bem como a tipificação da conduta. Neste sentido, Eizirik, Gaal, Parente e Henriques²⁹ ressaltam que o “relatório deverá conter a conclusão do órgão de instrução, devidamente justificada, ou seja, fundamentada e motivada com a indicação das normas aplicáveis e explicitação das razões de seu convencimento”. Um ponto merecedor de consideração mais detida relaciona-se à exigência de individualização da conduta dos acusados, bem como à remissão expressa às provas que demonstrem a sua participação nas infrações apuradas, prevista no inciso III do art. 6º da Instrução CVM nº 607/2019.

28 O mesmo entendimento foi replicado no julgamento do PAS CVM nº RJ2012/10069, j. em 31.05.2015, Dir. Rel. Pablo Waldemar Renteria e do PAS CVM nº RJ2015/2027, j. em 02.04.2019, Dir. Relator Gustavo Gonzalez.

29 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriana; PARENTE, Flavia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais* – regime jurídico. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 295.

Nessa medida, e antes de mais nada, necessário recordar que a obrigatoriedade da individualização das condutas dos indiciados no âmbito do processo administrativo sancionador decorre diretamente da Constituição Federal. A sua inobservância afronta frontalmente os princípios do devido processo legal (CF, art. 5º, LIV), da ampla defesa (CF, art. 5º, LV) e da dignidade da pessoa humana (CF, art. 1º, III)³⁰.

Buscando similaridade nas regras do processo penal, a jurisprudência é farta em reconhecer que o recebimento da denúncia condiciona-se ao fato de que a peça acusatória contenha o mínimo de individualização da conduta, com a demonstração da relevância da contribuição do(s) acusa- do(s) para a prática da conduta delituosa (STF, HC 127415). Dada a pertinência com as irregularidades administrativas apuradas no âmbito da CVM, importante ainda lembrar que, mesmo para os casos envolvendo crimes societários de autoria coletiva, a Suprema Corte exige a descrição da relação entre a atividade dos acusados com o(s) fato(s) tido(s) por delituoso(s), conforme se infere dos arestos abaixo relacionados:

HABEAS CORPUS. ALEGAÇÃO DE INÉPCIA DA DENÚNCIA. FALTA DE INDIVIDUALIZAÇÃO DA CONDUTA DO PACIENTE NA SUPOSTA ATIVIDADE CRIMINOSA. TRANCAMENTO DA AÇÃO PENAL. A orientação deste Supremo Tribunal Federal quanto à desnecessidade da individualização da conduta de cada denunciado, nos crimes societários, tem sido relativizada. Isto para exigir que a denúncia contenha descrição mínima da participação de cada acusado, de modo a possibilitar o adequado exercício do direito de defesa. Precedente: HC 80.549. É de se reconhecer a inépcia da denúncia redigida de forma a não apontar sequer a posição jurídica do denunciado no organograma da empresa e menos ainda que tipo de vínculo operacional teria ele na trama das ações consideradas delituosas. Ordem concedida.

(HC 85948, Primeira Turma, Min. Relator Carlos Brito, Julgado em 23/05/2006)

Embargos de declaração em habeas corpus. Decisão monocrática. Embargos de declaração recebidos como agravo regimental.

2. Crime contra a ordem tributária.

3. Trancamento da **Ação Penal. Carência de justa causa.**

4. Inépcia da **denúncia por ausência de individualização das condutas.** Não ocorrência. Preenchimento dos requisitos do art. 41 do CPP.

³⁰ Neste mesmo sentido o julgado do STF no HC 86.879/SP, Relator para Acórdão Min. Gilmar Mendes, 2ª T., DJ 16/06/2006.

5. Descrição mínima dos fatos e de suas circunstâncias. Constrangimento ilegal não caracterizado.

6. Ausência de argumentos capazes de infirmar a decisão agravada.

7. Agravamento regimental a que se nega provimento.

(HC149337 ED, Segunda Turma, Min. Relator Gilmar Mendes, Julgado em 21/09/2018)

De outra parte, no que se refere à exigência de remissão expressa às provas que demonstrem a participação do acusado nas infrações apuradas, cabe considerar que, em muitos dos ilícitos praticados contra o mercado de capitais, dificilmente existirá uma prova direta que demonstre todas as elementares do ilícito, de modo que não é raro o recurso, pelas áreas técnicas da CVM quando da formulação da acusação, à prova indiciária.

Conforme classificação doutrinária, a prova poderá ser “direta ou indireta, conforme se refira direta ou indiretamente ao fato a ser provado (objeto da prova), ou se refira a outro fato (indício) que, por sua vez, se ligue ao fato a ser provado. Nesse enfoque, a prova indiciária é sempre indireta.”³¹ E, com efeito, a prova indiciária, a despeito de ser prova indireta, tem a mesma força probante das demais. Traduz-se em circunstâncias conhecidas e comprovadas a partir das quais, por meio de um raciocínio lógico e de acordo com as regras de experiência, deduz-se a existência do fato que se pretende provar.

No âmbito da CVM, encontra-se pacificado o entendimento no sentido da validade da utilização da prova indireta para se chegar à conclusão, por exemplo, sobre o uso indevido de informações privilegiadas, já que neste tipo de ilícito a prova direta, na esmagadora maioria das vezes, revela-se inviável, exigindo-se a confissão. De se notar que, até mesmo no direito penal, que lida com o direito de liberdade das pessoas, tanto a doutrina quanto a jurisprudência, inclusive por força do disposto no art. 239 do Código de Processo Penal (CPP), admitem amplamente a denominada prova indiciária como base única para a condenação.

A respeito do papel da prova indireta na investigação e julgamento de ilícitos complexos, como é o caso daqueles contra o sistema financeiro e o mercado de capitais, ressalta a doutrina a importância da prova indireta em tais situações, uma vez que dificilmente existe prova direta que demonstre todas as elementares do ilícito.

Nesse ensejo, Dallagnol, ao discorrer sobre a prova direta, indícios e presunções, destaca

31 GRINOVER, Ada Pellegrini; FERNANDES, Antônio Scarance; GOMES FILHO, Antônio Magalhães. As nulidades no processo penal. 6. ed. rev. ampl. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

que “*caso se exija prova direta em crimes complexos, será assegurada a impunidade*”³², como regra, desses crimes, por mais graves que sejam”³³.

A partir dessa constatação sobre a dificuldade probatória nos ilícitos complexos, passou-se à construção doutrinária e jurisprudencial acerca de meios capazes de assegurar a elasticidade na valoração da prova.

De extrema importância ressaltar que essa elasticidade valorativa, obviamente, não deve ser confundida com uma flexibilização das garantias legais. Cuida-se, na verdade, de uma forma de adequação do sistema probatório vigente à prática moderna, para que determinadas práticas ilícitas de difícil comprovação não fiquem sem resposta, do ponto de vista punitivo, perante a sociedade.

Destaque-se, nesse sentido, trecho do voto da Ministra Rosa Weber na Ação Penal 470 (Caso Mensalão), no qual se reconheceu a necessidade de uma elasticidade probatória, dada as peculiaridades das infrações em apreço, verbis:

A lógica autorizada pelo senso comum faz concluir que, em tal espécie de criminalidade (crime contra os costumes), a consumação sempre se dá longe do sistema de vigilância. No estupro, em regra, é quase impossível uma prova testemunhal. Isso determina que se atenuie a rigidez da valoração, possibilitando-se a condenação do acusado com base na versão da vítima sobre os fatos confrontada com os indícios e circunstâncias que venham a confortá-la. Nos delitos de poder não pode ser diferente. Quanto maior o poder ostentado pelo criminoso, maior a facilidade de esconder o ilícito, pela elaboração de esquemas velados, destruição de documentos, aliciamento de testemunhas etc. Também aqui a clareza que inspira o senso comum autoriza a conclusão (presunções, indícios e lógica na interpretação dos fatos). Daí a maior elasticidade na admissão da prova de acusação, o que em absoluto se confunde com flexibilização das garantias legais (...) A potencialidade do acusado de crime para falsear a verdade implica o maior valor das presunções contra ele erigidas. Delitos no âmbito reduzido do poder são, por sua natureza, em vista da posição dos autores, de difícil comprovação pelas chamadas provas diretas. (...). A essa consideração, agrego que, em determinadas circunstâncias, pela própria natureza do crime, a prova indireta é a única disponível e a sua desconsideração, *prima facie*, além de contrária ao Direito positivo e à prática moderna,

32 Para J. M. Asencio Melado, *Presuncion de Inocência y Prueba Indiciária*, 1992, citado por Euclides Dâmaso Simões, in *Prova Indiciária*, Revista Julgar, nº 2, 2007, p. 205: “*Quem comete um crime busca intencionalmente o segredo da sua actuação pelo que, evidentemente, é frequente a ausência de provas directas. Exigir a todo o custo, a existência destas provas implicaria o fracasso do processo penal ou, para evitar tal situação, haveria de forçar-se a confissão o que, como é sabido, constitui a característica mais notória do sistema de prova taxada e o seu máximo expoente: a tortura*”.

33 DALLAGNOL, Deltan Martinazzo. *As lógicas das provas no processo: prova direta, indícios e presunções*. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2015, p. 284-285.

implicaria deixar sem resposta graves atentados criminais à ordem jurídica e à sociedade³⁴.

A respeito da decisão supramencionada, Dallagnol observa que “o ponto fulcral que fundamenta o voto da Ministra, (...) é que a razoabilidade da dúvida que conduz a uma absolvição deve tomar em consideração a complexidade do crime e a dificuldade probatória do tipo de caso”.

Em outras palavras, significaria dizer que, além de a prova indireta possuir maior valor probatório nos ilícitos de difícil comprovação, ao mesmo tempo, do ponto de vista do princípio da presunção de inocência em favor do acusado, a “dúvida razoável” considerada para sua eventual configuração, também deverá ser mitigada.

Isto se deve ao fato de o ilícito complexo, em si, já trazer um ponto inicial de desigualdade, que reside na sua própria natureza, com relação aos meios investigativos efetivos necessários para a sua detecção. Daí se extrai a necessidade de se conferir um tratamento diferenciado no que tange à razoabilidade da dúvida em favor do réu, na medida em que este possui maiores condições de ocultar o ilícito.

Ademais, não se pode olvidar que, afora o fato do modelo de constatação que exige a prova além da dúvida razoável ser aplicável apenas em relação ao processo penal – e não ao processo administrativo – mesmo lá a doutrina e a jurisprudência reconhecem que o padrão deve ser o da dúvida razoável. Ou seja, não é qualquer especulação ou suspeita que impede a condenação. A dúvida razoável “não é a mera possibilidade de dúvida; porque tudo relacionado a assuntos humanos, e dependendo da prova moral, está aberto a alguma possibilidade de dúvida imaginária”.³⁵

Especificamente a respeito dos casos envolvendo insider trading, ilícito objeto de um número considerável de inquéritos administrativos instaurados no âmbito da CVM, em que dificilmente existirá uma prova direta, única, cabal e definitiva a respeito do uso privilegiado da informação, a valoração global e unitária de diversos indícios sérios, convergentes e válidos neste sentido, apresenta-se, na grande maioria das vezes, como o único meio apto a comprovar, pelo padrão probatório aplicável e com o grau de certeza exigível, a ocorrência do evento danoso e da sua correspondente autoria.

Nesse sentido, consoante referido linhas atrás, a jurisprudência no âmbito da CVM é uníssona em reconhecer explicitamente o indício como legítimo e suficiente meio de prova. A propósito, vale citar, por exemplo, as seguintes decisões do Colegiado da Autarquia:

34 Supremo Tribunal Federal, Plenário, AP 470, 2012, fls.. 52.709-52.711. Trecho do voto da Ministra Rosa Weber

35 Tradução livre. No original: “It is not mere possible doubt; because every thing relating to human affairs, and depending on moral evidence, is open to some possible or imaginary doubt”. Commonwealth vs. John w. Webster, 59 Mass. 295 (1850).

Como bem apontado pelo Relatório da Comissão de Inquérito, em caso de insider trading é natural que a acusação se dê por indícios uma vez que “difícilmente existirá uma prova direta, única, cabal e definitiva a respeito do uso privilegiado da informação”, sendo a prova indiciária equivalente a qualquer meio de prova dado o princípio do livre convencimento do julgador, cuja decisão obrigatoriamente será motivada.³⁶

Como já tive oportunidade de explicitar em 2004, no sistema brasileiro não há hierarquia das provas e todas têm o mesmo valor, determinante é que os indícios sejam vários, fortes e convergentes, suficientes a sustentar uma condenação.

Nesse aspecto, concordo parcialmente com a defesa que nos casos envolvendo pessoas não profissionalmente ligadas à companhia cabe ao acusado demonstrar o acesso à informação. Isso porque entendo, como explicitado acima, que tal acesso pode ser demonstrado por meio de provas indiciárias suficientes a sustentar uma condenação.³⁷

Por último, vale recordar, mais uma vez, o caso do julgamento da Ação Penal 470, em que o STF reafirmou a constitucionalidade das condenações baseadas em prova indiciária. Nesse sentido, vale agora citar o seguinte trecho do voto proferido pelo Ministro Luiz Fux:

São as circunstâncias concretas, mesmo indiciárias, que permitirão a conclusão pela condenação. Na investigação de insider trading (uso de informação privilegiada e secreta antes da divulgação ao mercado de FR): a baixa liquidez das ações; a frequência com que são negociadas; ser o acusado um neófito em operações de bolsa; as ligações de parentesco e amizade existentes entre os acusados e aqueles que tinham contato com a informação privilegiada; todas estas e outras são indícios que, em conjunto, permitem conclusão segura a respeito da ilicitude da operação.³⁸

c) Do Parecer da Procuradoria Federal Especializada

A referida instrução normativa traz disposições expressas acerca da atuação da PFE no curso dos processos administrativos sancionadores instaurados no âmbito da CVM. Conforme se depreende do art. 7º e seus respectivos incisos, formulada a acusação pelas Superintendências e ainda antes da citação dos acusados, cabe à Procuradoria a emissão de manifestação jurídica com a análise objetiva de seus elementos, de modo

36 PAS CVM 10/2008, julgado em 23 de novembro de 2010.

37 PAS CVM 19/2009, julgado em 7 de junho de 2011.

38 Ação Penal nº 470, Relator Ministro Joaquim Barbosa.

a verificar a perfeita adequação do termo de acusação e da peça acusatória aos preceitos contidos nos arts. 5º e 6º da Instrução, bem como do rito adotado para o processamento do feito.

A respeito do papel da PFE-CVM na análise das acusações elaboradas pelas Superintendências da CVM, oportuno trazer as observações de Santos, Osório e Wellisch³⁹, no sentido de que:

(...) embora a atuação da PFE se afigure um pouco mais restrita, dado que, como visto, esta apenas emite parecer acerca do preenchimento dos aspectos extrínsecos dos requisitos previstos no art. 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/08, a Procuradoria também deve se manifestar sobre eventuais imperfeições jurídicas manifestas, sem emitir, contudo, um juízo qualitativo profundo acerca dos elementos apresentados pela área acusadora.

Muito embora a citação contenha a referência à Deliberação CVM nº 538/2008, ela é igualmente válida para a atual atuação da PFE à luz da Instrução CVM nº 607/2019. Necessário aqui relembra que, uma vez que a PFE não mais participa da instrução dos inquéritos administrativos e, portanto, não mais assina as peças de acusação em conjunto com a Superintendência de Processos Sancionadores, a elaboração de Parecer com a análise dos elementos extrínsecos é feita tanto sobre os termos de acusação, como, também, das peças de acusação.

Cabe às Superintendências avaliar as recomendações jurídicas feitas pela Procuradoria, fazendo as eventuais adaptações da peça acusatória. As áreas técnicas poderão, inclusive, no gozo da discricionariedade técnica, refutar as orientações emanadas do órgão jurídico, desde que justificadamente.

A norma ainda prevê a possibilidade das áreas técnicas, ainda no curso da realização das diligências investigativas, socorrer-se do assessoramento jurídico da PFE. Com alguma frequência, dúvidas de cunho jurídico surgem durante a prática dos atos de instrução – como, apenas a título de exemplo, dúvidas envolvendo a incidência da prescrição, a decretação de sigilo e o tempo de sua duração sobre a realização de determinada diligência investigativa –, de maneira que, para o regular processamento do feito e para que seja conferido o devido respaldo jurídico à realização dos atos processuais, as Superintendências poderão requerer à PFE a devida análise.

A despeito do §4º do art. 7º trazer a previsão expressa de solicitação de assessoramento jurídico, esta é atividade inerente e legalmente incumbida ao exercício da função pelos Procuradores Federais, por força do que expressamente dispõe a Lei nº 10.480/2002.⁴⁰

39 SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fabio Medina; WELLISCH, Jula Sotto Mayor. Op. Cit. Pag.206.

40 Art. 10. À Procuradoria-Geral Federal compete a representação judicial e extrajudicial das autarquias e fundações públicas federais, as respectivas atividades de consultoria e assessoramento jurídicos, a apuração da liquidez e certeza dos créditos, de qualquer natureza, inerentes às suas atividades, inscrevendo-os em dívida ativa, para fins de cobrança amigável ou judicial.

Finalmente, quando, no curso das apurações de irregularidades contra o mercado de valores mobiliários, as Superintendências detectarem indícios de infrações de natureza criminal cuja ação penal é de iniciativa pública, deverão fazer o devido apontamento, sugerindo a comunicação de crime ao Ministério Público. Do mesmo modo, deverão também comunicar os indícios de irregularidades administrativas de competência das demais autoridades públicas, conforme disposto no art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e art. 13 da Instrução CVM nº 607/2019.

A comunicação de ilícitos verificados pela CVM é de atribuição exclusiva de seu Superintendente Geral, devendo ser precedida de Parecer da PFE (art. 13 e §1º do ato normativo).

Uma vez formulada a acusação administrativa, o acusado será citado para apresentação de defesa no prazo de 30 (trinta) dias, contados da data da citação. É, portanto, com a citação dos acusados para apresentação de defesa que se considera instaurado o processo administrativo sancionador *strictu sensu*, pela qual se dá ao acusado o conhecimento formal dos fatos a ele imputados, possibilitando-lhe o exercício do contraditório e da ampla defesa.

A citação, que poderá ser efetuada por ciência no processo, por meio eletrônico ou por via postal, deverá conter os elementos elencados no **§1º do art. 21 da Instrução CVM nº 607/2019**, quais sejam: (i) a identificação do(s) acusado(s); (ii) a indicação dos fatos a ele(s) imputados; (iii) a finalidade da citação; (iv) a discriminação do prazo para a apresentação de defesa; (v) a informação da continuidade do processo, independentemente de seu comparecimento; (vi) – o dever do acusado, ou de procurador por ele constituído, de se cadastrar no sistema de processo eletrônico existente na página da CVM na rede mundial de computadores para fins de acesso aos autos e posterior acompanhamento do andamento do processo; e (vii) o aviso de que o acusado poderá propor a celebração de termo de compromisso, em conformidade com o disposto nos arts. 80 e seguintes da Instrução.

O prazo para a apresentação da defesa é de 30 (trinta) dias, sob pena de revelia. Escoado o prazo, com ou sem apresentação das defesas, os autos serão encaminhados ao Colegiado para sorteio de um Diretor que funcionará como Relator.

§ 1o No desempenho das atividades de consultoria e assessoramento, à Procuradoria-Geral Federal aplica-se, no que couber, o disposto no art. 11 da Lei Complementar nº 73, de 10 de fevereiro de 1993.

§ 2o Integram a Procuradoria-Geral Federal as Procuradorias, Departamentos Jurídicos, Consultorias Jurídicas ou Assessorias Jurídicas das autarquias e fundações federais, como órgãos de execução desta, mantidas as suas atuais competências.

§ 3o Serão mantidos, como Procuradorias Federais especializadas, os órgãos jurídicos de autarquias e fundações de âmbito nacional.

Contudo, havendo múltiplos acusados, se, no prazo para a apresentação de suas respectivas defesas, todos apresentarem propostas de termo de compromisso, elas serão apreciadas nos autos do processo administrativo sancionador, ficando a designação de Relator postergada para após o resultado da apreciação do parecer do Comitê de Termo de Compromisso pelo Colegiado (art. 31, §2º).

Por outro lado, caso somente parte dos acusados apresente proposta de termo de compromisso, ela será apreciada em processo apartado do processo administrativo sancionador, o qual prosseguirá com relação aos demais acusados.

4.1.6. Do Processo Administrativo Sancionador de Rito Simplificado

O procedimento administrativo de rito simplificado encontra-se inteiramente disciplinado nos arts. 73 a 79 da Instrução CVM nº 607/2019, corolário da competência atribuída pela Lei nº 6.385/76 à autarquia para definir os procedimentos a serem observados na tramitação dos processos administrativos sancionadores (art. 9º, incisos V, VI e §2º). Ele é sucessor do processo administrativo de rito sumário, que era disciplinado pela já revogada Deliberação CVM nº 545/2014.

Cuida-se de procedimento célere, cuja utilização restringe-se às infrações previstas no Anexo 73 da referida Instrução, tidas como de menor complexidade e potencial ofensivo. O ato normativo estabelece, ainda, as exceções à adoção do rito simplificado, quais sejam, a reincidência específica e, também, nas hipóteses em que a área competente opte por instaurar procedimento único para apurar, concomitantemente, infração objetiva e infrações de outra natureza, quando então o procedimento a ser observado será o ordinário.

O Anexo 73 elenca em seu art. 1º, em *numerus clausus*, as infrações consideradas como de menor complexidade, de onde se depreende um elenco de condutas que se refere, em sua generalidade, à inobservância de prazos para a entrega de informações periódicas ou do preenchimento de dados em relatórios exigidos pelas normas que regulam o mercado de valores mobiliários.

Da análise deste rol deduz-se que a menor complexidade se relaciona diretamente com a prova sobre a materialidade da conduta, uma vez que o descumprimento de prazos prévia e expressamente previstos, assim como o preenchimento incompleto de dados objetivamente estabelecidos nas normas, são irregularidades de fácil e pronta verificação, que dispensam a dilação probatória ordinária, cabendo à CVM, no entanto, a demonstração do responsável pelo seu descumprimento. Ainda, por se tratar de um procedimento administrativo de cunho sancionador, ainda que de rito célere e simplificado, aqui também prevalece o princípio da culpabilidade, não se prescindindo da demonstração do elemento subjetivo – dolo ou culpa.

A acusação no rito simplificado deverá também observar, como verdadeiro pressuposto de validade, as exigências contidas nos arts. 5º e 6º da Instrução CVM nº 607/2019, ambos analisados no item anterior, aos quais nos remetemos. Importante notar que, diferentemente do que ocorre no processamento pelo rito ordinário, no rito simplificado o Parecer da PFE não é obrigatório (art. 7º, §3º).

Também no que se refere à citação, deverão ser observados os termos contidos no art. 21 da Instrução, tendo o acusado o prazo de 30 (trinta) dias para a apresentação de sua defesa por escrito.

As diferenças que caracterizam o processamento pelo rito simplificado residem essencialmente nos atos prévios ao julgamento e no julgamento propriamente dito, seja no que se refere aos prazos definidos para a prática dos atos processuais, seja, também, quanto à forma com que serão praticados.

Assim é que, conforme disposto no art. 74 da Instrução, transcorrido o prazo para a apresentação das defesas, deverá a Superintendência que formulou a acusação elaborar, no prazo de 60 (sessenta) dias, Relatório contendo: o resumo da acusação e da defesa; o registro das principais ocorrências havidas no andamento do processo; e a análise sobre os argumentos de defesa e da procedência da acusação. Ao acusado deverá ser aberto o prazo de 15 (quinze) dias para manifestação específica sobre o Relatório.

Com vistas à celeridade processual, este Relatório poderá ser adotado pelo Diretor Relator, e, ainda, os membros do Colegiado poderão fundamentar seu voto nas razões nele expostas.

Os processos administrativos de rito simplificado serão julgados em sessão pública, a qual será convocada pelo Relator no prazo máximo de 120 (cento e vinte) dias contados da distribuição do processo, sendo garantida a sustentação oral pelos acusados (arts. 75 e 79 do ato normativo).

4.1.7. Dos atos prévios ao julgamento e do julgamento do processo administrativo sancionador de rito ordinário

A nova disciplina normativa inovou ao conferir à área técnica acusadora, nos procedimentos de rito ordinário, após a designação de Relator, a prerrogativa de oferecer manifestação técnica complementar sobre as razões de defesa apresentadas, no prazo de 30 (trinta dias). Cuida-se de medida salutar que permite às Superintendências, quando assim entenderem necessário, melhor evidenciar os fundamentos da acusação, impugnar os argumentos da defesa ou mesmo esclarecer questões que entendam convenientes a influenciar o convencimento do órgão julgador.

Em se valendo as Superintendências dessa faculdade, igual prazo deverá ser deferido aos acusados para nova manifestação, estabelecendo-se verdadeira alteração em privilégio ao contraditório.

Finalmente, uma vez que os processos administrativos que correm pelo rito ordinário comportam dilação probatória, os arts. 42 e seguintes da já citada Instrução trazem disposições acerca da produção de provas. Neste passo, após a designação de relator, é a este facultado determinar a realização de diligências adicionais, bem como decidir acerca do pedido de provas formulado pelos acusados em suas defesas, indeferindo, fundamentadamente, aquelas ilícitas, desnecessárias ou de cunho protelatório.

As diligências para a produção de novas provas serão presididas pelo Relator ou, a critério deste, por qualquer das superintendências, devendo, após concluídas, ser concedida aos acusados a possibilidade de se manifestarem sobre as provas produzidas no prazo de 15 (quinze) dias.

Ainda como última etapa dessa fase de saneamento do processo sancionador, a referida Instrução prevê a possibilidade de o Colegiado praticar atos que se destinam à correção da inicial da acusação. O primeiro deles encontra-se descrito no art. 41, que permite ao Relator a remessa dos autos à Superintendência que formulou a acusação nos casos de inobservância do disposto no art. 6º, incisos I, IV, V ou VI.⁴¹

Disso poderá resultar tanto a complementação da acusação pela área técnica, com os devidos ajustes de adequação aos citados requisitos dispostos no art. 6º, hipótese em que o acusado será intimado para ciência e manifestação; ou a proposta de arquivamento ao Colegiado, acaso a Superintendência conclua pela inexistência de infração ou extinção da punibilidade.

A segunda encontra-se prevista no art. 47, que prevê a possibilidade de o Colegiado da CVM conferir ao fato definição jurídica diversa da que constar da inicial da acusação, ainda que em decorrência de prova nela não mencionada, mas existente nos autos, devendo indicar os acusados afetados pela nova definição jurídica e determinar a sua intimação para aditamento de suas defesas, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do

41 Art. 6º Nas hipóteses em que a superintendência considerar que dispõe de elementos conclusivos quanto à autoria e à materialidade da irregularidade constatada, deverá ser lavrado termo de acusação do qual constará:

I – nome e qualificação dos acusados;

(...)

IV – descrição dos esclarecimentos prestados nos termos do art. 5º;

V – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos;

VI – rito a ser observado no processo administrativo sancionador;

(...)

recebimento da citação, facultada a produção de novas provas.

Extraí-se do teor dos dispositivos acima referenciados alguma correspondência com as figuras da *emendatio* e *mutatio libelli*, previstas, respectivamente, nos arts. 383 e 384 do Código de Processo Penal, permitindo assim a observância, também no âmbito do processo administrativo sancionador da CVM, ao postulado da correlação entre a imputação do ilícito e a decisão administrativa a ser proferida.

Quanto ao julgamento, devem ser observadas as disposições pormenorizadas nos arts. 49 e seguintes da Instrução CVM nº 607/2019. De acordo com a disciplina atual, o julgamento dos processos sancionadores instaurados no âmbito da CVM, independentemente do rito processual adotado, é de competência exclusiva de seu Colegiado.⁴²

Concluída a fase de instrução probatória, com a realização de todas as diligências que o Relator designado eventualmente entender necessárias, sejam as por ele determinadas diretamente, ou as que forem requeridas pela defesa e deferidas, o processo é submetido à apreciação do Colegiado da CVM, a quem caberá proferir, em primeira instância, a decisão administrativa do órgão regulador do mercado de valores mobiliários.

O julgamento dos processos administrativos sancionadores pelo Colegiado é realizado em sessão pública, convocada com, pelo menos, 15 dias de antecedência, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido. No caso específico de processos por rito simplificado, como já visto, o Relator deverá convocar sessão pública para julgamento do processo no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da sua distribuição.

Iniciada a sessão, havendo a leitura do relatório ou não, o que ocorre quando este é disponibilizado às partes antes da sessão do julgamento, o acusado ou seu representante legal poderá apresentar sustentação oral da defesa, sendo-lhe concedido o prazo máximo de 15 minutos, prorrogáveis, a critério do Presidente da sessão, por mais 15 minutos.

Após a sustentação oral da defesa, será facultado à PFE-CVM manifestar-se oralmente e, neste caso, ocorrendo manifestação, a defesa terá nova oportunidade de se pronunciar sobre o tema de tal manifestação.

Finalmente, o Colegiado da CVM irá apreciar todas as provas existentes nos autos,

⁴² Importante aqui registrar que, à luz da já revogada Deliberação CVM nº 542/2014, nos processos administrativos de rito sumário as Superintendências não apenas formulavam a acusação, como também julgavam o processo ao fim da fase de instrução. Desta decisão, era cabível recurso com efeito suspensivo ao Colegiado, que atuava, portanto, como verdadeira instância recursal, sendo possível, ainda a revisão dessa decisão pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Assim, eram três as instâncias administrativas de julgamento dos processos de rito sumário: decisão monocrática do Superintendente e as decisões colegiadas, em grau de recurso, do Colegiado da CVM e do CRSFN. Atualmente, contudo, nem as Superintendências exercem a função julgadora de processo sancionador, nem o Colegiado é instância revisora dessas decisões.

sustentado no princípio do livre convencimento do julgador, devendo, evidentemente, expor os fundamentos da decisão, seja a absolutória, com o consequente arquivamento dos autos, seja a que resulta em aplicação de uma sanção administrativa. A decisão que vier a ser proferida conterà o relatório do processo, os fundamentos, a conclusão e as penalidades aplicadas, se for o caso.

Quanto ao regime recursal no processo administrativo sancionador na esfera da CVM, a Lei nº 13.506/2015 trouxe relevantes alterações, especialmente no que toca aos efeitos a serem conferidos aos recursos. Assim é que a nova determina, para as penalidades previstas nos incisos IV a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385/76, as quais se revestem de maior gravidade, que o recurso contra as decisões que as tenha aplicado será recebido tão somente no efeito devolutivo, cabendo ao recorrente requerer o efeito suspensivo, conforme se verifica da disposição abaixo transcrita:

Art. 34. Aos processos administrativos sancionadores conduzidos no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários aplica-se, no que couber, o disposto no § 3º do art. 19 e nos arts. 21, 22, 24, 25, 29, 30, 31 e 32 desta Lei, observada regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários.

(...)

§ 2º O recurso interposto contra decisão que impuser as penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 , **será recebido com efeito devolutivo, e o recorrente poderá requerer o efeito suspensivo à autoridade prolatora da decisão, nos termos de regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários.**

A norma transcrita é o fundamento direto de validade para as previsões contidas nos arts. 70 a 72 da Instrução CVM nº 607/2019, que justamente disciplinam o recurso, bem como seus efeitos, contra a decisão condenatória proferida pelo Colegiado da CVM. Assim, da decisão que resultar em aplicação de penalidade caberá recurso com efeitos devolutivo e suspensivo, no prazo de 30 dias a contar da ciência da decisão, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, segunda e última instância administrativa de revisão das decisões condenatórias proferidas pelo Colegiado da CVM nos processos administrativos sancionadores (arts. 70 e 71).

Seguindo então a disposição legal, a referida Instrução prevê expressamente que, com exceção das decisões que aplicam as penalidades de multa e de advertência, contra as quais o recurso será recebido no duplo efeito, para as demais penalidades previstas nos incisos III a VII do art.60⁴³ da Instrução, o recurso será recebido somente no

43 Art. 60. A CVM poderá impor as seguintes penalidades, isolada ou cumulativamente: I – advertência; II – multa; III – inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de

devolutivo, sendo facultado ao condenado requerer o efeito suspensivo ao Colegiado, por meio de petição em separado a ser apresentada no ato da interposição do recurso. O requerimento será processado em apartado e sem prejuízo do encaminhamento do recurso ao CRSFN.

A análise do pedido de efeito suspensivo deverá ser feita, portanto, caso a caso, diante das circunstâncias do processo e do caso concreto (art. 71, §1º). Para evitar que a disposição legal se torne letra morta, o Colegiado da CVM vem firmando posição no sentido de que o pedido formulado pelo apenado não deve vir em termos genéricos, mas sim devidamente fundamentado e circunstanciado, com a demonstração precisa da situação excepcional que justifica a concessão do efeito suspensivo.⁴⁴

De ressaltar, a despeito da suposição de alguma obviedade, que a excepcionalidade da circunstância não pode decorrer, *per se* e exclusivamente, da própria gravidade da penalidade aplicada. É dizer, a natureza das penalidades dispostas nos incisos III a VII do art. 60 da Instrução, todas inequivocamente restritivas de direito, não se presta a servir de fundamento para o aviamento do pedido de efeito suspensivo, sob pena de seu indeferimento. Circunstâncias outras deverão ser suficiente e fundamentadamente apontadas de modo a autorizar a concessão excepcional do efeito suspensivo ao recurso.

Cabem ainda os registros de duas alterações relacionadas ao reexame de decisões proferidas pela CVM no julgamento de processos sancionatórios. Sob a vigência do antigo Regimento Interno do CRSFN anexo ao Decreto nº 1.935/96, havia a previsão do reexame obrigatório das decisões de arquivamento proferidas pelo Colegiado da CVM (art. 4º, inciso II). No entanto, após a reforma introduzida pelo Decreto nº 8.652, de 28 de janeiro de 2016, suprimiu-se tal modalidade de revisão das decisões da CVM, cabendo atualmente ao CRSFN o reexame, em última instância, no que se refere ao mercado de valores mobiliários, tão somente das decisões que resultam na aplicação de penalidades (art. 11, incisos I a VIII, c/c §4º, da Lei nº 6.385/76).

Finalmente, no que se referia aos processos administrativos instaurados para apurar infrações relacionadas à Lei n. 9.613/98⁴⁵ – dispõe sobre os crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores –, a Deliberação CVM n. 538/08 previa

conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; IV – suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385, de 1976; V – inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976; VI – proibição temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; e VII – proibição temporária, até o máximo de 10 (dez) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

44 V. PAS SEI 19957.001068/2017-91 E PAS SEI 19957.008984/2016-71.

45 No âmbito da CVM, encontra-se atualmente em vigor a Instrução n. 301/99, que dispõe sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa de que tratam os art. 10, 11, 12 e 13 da Lei n. 9.613/98, referentes aos crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores.

procedimento diferenciado quanto ao prazo para a interposição do recurso e a autoridade destinatária, conforme disposto no art. 37, adiante transcrito:

§ 1º Nos processos que tratem de irregularidades relacionadas à Lei nº 9.613/98:

I – o prazo para interposição de recursos será de 15 (quinze) dias; e

II – o recurso deverá ser dirigido ao Ministro de Estado da Fazenda.

Com o advento do Decreto nº 7.835/2012, que alterou o Regimento Interno do CRSFN, Anexo ao Decreto nº 1.935/96, vigente à época, a competência para o julgamento das decisões das autoridades competentes relativas à aplicação das sanções previstas na Lei nº 9.613/98 foi deslocada para o CRSFN, saindo, portanto, da esfera de atribuição do Ministério da Fazenda.

O Decreto nº 8.652/2016, que dispõe sobre o CRSFN, manteve a competência recursal do Conselho para julgar os recursos contra as decisões que resultam em aplicação de penas administrativas às infrações relacionadas à lavagem de dinheiro (art. 1º, inciso I, alínea “d”).

4.1.8. Das Sanções

Por meio da instauração de um processo administrativo sancionador, a CVM, observado o devido processo legal e assegurado o contraditório e ampla defesa, irá exercer a competência punitiva de que é investida pelos art. 9º, incisos V e VI e §2º, da Lei nº 6.385/76, aplicando as sanções administrativas que se mostrem adequadas a reprimir suficientemente as condutas adotadas com desvio aos comportamentos esperados seja dos agentes regulados, seja dos investidores, bem como de todos aqueles que atuam no mercado de valores mobiliários.⁴⁶

As sanções administrativas impostas pela CVM encontram-se precisamente elencadas no art. 11 do diploma legal acima citado, cuja redação atualizada, já com as alterações introduzidas pela Lei nº 13.506/2017, é a seguinte, verbis:

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**: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

46 FADANELLI, Vinícius Krüger Chalub; BRAUN, Lucas. Artigo 11. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais* - Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 243-244.

I - advertência;

II - multa;

III - (revogado); (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

Novamente, devem ser trazidas à lume as alterações introduzidas pela Lei nº 13.506/2015 nas disposições sobre a aplicação de penalidades no âmbito do mercado de valores mobiliário. Primeiramente, ressalta-se a previsão expressa de que as penalidades poderão ser aplicadas de forma isolada ou cumulativamente, a depender da gravidade da infração, ceifando, assim, antiga discussão antes existente no âmbito da CVM sobre se o art. 11 da Lei nº 6.385/76 admitia somente a aplicação isolada ou, também, a aplicação cumulativa de penas.

A segunda alteração importante foi feita em alguns dos parâmetros para a aplicação da pena de multa, a saber: o considerável incremento no primeiro critério de aplicação, aumentando o limite máximo de seu valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil) para R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões); a introdução de um novo parâmetro a ser considerado, qual seja, o prejuízo causado aos investidores como decorrência do ilícito. A elevação do limite máximo veio em boa hora e ao encontro de antigo anseio da

Autarquia, que entendia que o valor anterior não mais refletia a realidade do mercado de valores mobiliários brasileiro e, assim, já não atendia à finalidade de que deve se revestir a aplicação de uma sanção, qual seja, a de desincentivar a prática de novas infrações, seja pelo apenado, seja pelos demais agentes que atuam nesse mercado.

A inovação legal na aplicação de penalidades foi devidamente replicada na edição da Instrução CVM nº 607/2019, com a transcrição das penalidades aplicáveis, bem como os critérios de dosimetria da pena.

As sanções encontram-se escalonadas em uma ordem progressiva, de maneira que sua aplicação deverá considerar a natureza e a gravidade das infrações, bem como o potencial lesivo e a repercussão social no mercado de valores mobiliários.

A primeira delas, a advertência, é a mais branda de todas, aplicável às infrações de natureza leve praticadas por aqueles que não tenham condenações anteriores. De outra parte, as sanções referentes à suspensão, inabilitação e proibição, somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da CVM, ou nos casos de reincidência (art. 11, §3º, da Lei nº 6385/76 e art. 64 da Instrução CVM 607/2019).

Trata-se a advertência de uma repreensão, por escrito, ao acusado e, conforme bem alertado por Eizirik, Gaal, Parente e Henriques, muito embora se constitua em uma sanção branda, importa inequivocamente em penalidade administrativa⁴⁷, com todos os consectários daí decorrentes, em especial a exigência de que sua aplicação pressupõe a certeza da culpabilidade do infrator.

Por se tratar de sanção de natureza menos gravosa, não se admite a aplicação, isoladamente, de advertência nas hipóteses em que a infração administrativa configurar também, ao menos em tese, crime no âmbito da Lei nº 6.385/76. Nestes casos, a advertência somente será possível se cominada cumulativamente com alguma das penalidades previstas no art. 11 do citado diploma legal (v. art. 61, §2º, da Instrução).

No que se refere à sanção pecuniária, o §1º do art. 11 da Lei nº 6.385/76 assim dispõe:

Art. 11.(...)

§ 1o A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores:

I – R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais);

47

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriana; PARENTE, Flavia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. Cit. p. 341.

II – o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; ou

III – 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou

IV – o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.

Como se vê, para fins de definição do valor da multa a ser aplicada, a nova redação do dispositivo legal estabelece que devem ser considerados os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, bem como a capacidade econômica do infrator, com a exposição dos motivos que justifiquem sua imposição.

Os incisos II, III e IV acima transcritos contêm bases objetivas e pré-definidas para o cômputo da pena, quais sejam, a emissão ou operação irregular, o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada e o prejuízo causado aos investidores, quando este estiver individualizado. Assim, em se tratando de irregularidades em que seja possível a identificação de um destes elementos, parece-nos natural concluir que preferir-se-á a qualquer outro.

Como consequência, é possível afirmar que o valor previsto no inciso I somente terá lugar quando não for possível a determinação dos elementos constantes dos demais incisos do §1º do art. 11 da Lei nº 6.385/76.⁴⁸

O valor descrito no inciso I não é o teto para a aplicação de penalidades de multa no âmbito do mercado de valores mobiliários, mas tão somente um dos parâmetros legalmente adotados na definição da pena a ser aplicada. Assim, o valor de R\$ 50.000.000,00 somente será o limite máximo da pena de multa quando este for o critério adotado, sendo certo que poderá ser superado acaso prevaleça um dos demais critérios dispostos nos incisos II, III e IV do art. 11 da Lei nº 6.385/76 ou, ainda, na hipótese de reincidência, quando o valor da multa poderá alcançar até o triplo dos valores fixados.

Por fim, cabe pontuar que, por estarmos na seara de um processo sancionador, a multa que aqui se trata decorre estritamente do poder punitivo estatal, não se revestindo, portanto, de qualquer conotação ou finalidade de composição dos prejuízos decorrentes das condutas lesivas praticadas.⁴⁹

Prosseguindo na análise das penalidades previstas no referido dispositivo legal, é indubitável que os critérios que se relacionam com a dosimetria punitiva se aplicam a qualquer sanção que permita a determinação de limites, mínimo e máximo,

48 Idem *ibidem*.

49 *Ibidem*, p. 341.

seja envolvendo aspectos de pecúnia, seja envolvendo restrição temporal. Assim, excetuando a advertência, a Instrução CVM nº 607/2019 estende às demais penalidades os critérios para a fixação da pena-base, conforme disposto no art. 63:

Art. 63. Na fixação da pena-base, o Colegiado observará os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, bem como a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem a imposição da penalidade.

§ 1º Se adotado o critério de que trata o art. 61, inciso I, a pena-base da multa deverá observar os limites aplicáveis a cada infração, previstos no Anexo 63, sem prejuízo da aplicação cumulativa de outras modalidades de pena descritas no art. 60 desta Instrução.

§ 2º Na hipótese do § 1º em que a infração não esteja prevista no Anexo 63, o Colegiado deverá, com base na gravidade da conduta, enquadrá-la em um dos grupos previstos no referido Anexo.

§ 3º A pena-base das penalidades descritas no art. 60, incisos III a VI, deverá ser fixada em meses e não poderá ser superior a 10 (dez) anos.

§ 4º A pena-base da penalidade descrita no art. 60, inciso VII, deverá ser fixada em meses e não poderá ser superior a 5 (cinco) anos.

Por importarem na restrição seja ao exercício da atividade profissional, seja da atividade empresarial, ou ainda, de realizar, direta ou indireta- mente, operações no mercado de valores mobiliários, as penalidades dispostas nos incisos IV a VIII somente são aplicáveis às hipóteses de reincidência e, também, às infrações definidas pela CVM como de natureza grave, conforme já mencionado.

Portanto, tendo em conta o caráter restritivo e severo das penas, a cominação de suspensão, inabilitação ou proibição deve ser compatível com a gravidade e a reprovabilidade da infração. É dizer, a pena deverá ser aplicada, como sói de ser na esfera repressiva estatal, com a observância dos princípios da proporcionalidade e da culpabilidade, devendo o aplicador “*dimensionar a extensão e a intensidade da sanção aos pressupostos de antijuridicidade apurados*.”⁵⁰

Pertinente trazer alguns comentários sobre os incisos VII e VIII, que tratam da penalidade de proibição temporária, pelo prazo máximo de 20 e 10 anos, respectivamente.

No primeiro caso, é estabelecida a proibição temporária de praticar atividades ou

50 JUSTEN FILHO, Marçal. Curso de Direito Administrativo. 2ª ed. rev. e atual. – São Paulo: Saraiva, 2006, pág. 408.

operações a toda e qualquer entidade que dependa de autorização ou registro na CVM, importando, portanto, também em uma restrição ao exercício de um direito. Contudo, consoante a lição de Eizirik, Gaal, Parente e Henriques:

(...) a finalidade aqui é “conferir à CVM o poder de sancionar com a pena de proibição da prática de determinadas atividades, sem a necessidade de cassar a autorização ou o registro da entidade apenada. Assim, por exemplo, se uma instituição financeira, atuando como underwriter, infringe as normas legais ou regulamentares referentes à atividade, pode ser proibida pela CVM de atuar em tal modalidade de operação, durante um prazo determinado, não superior a vinte anos, sem que sejam afetadas as demais atividades para cujo exercício está autorizada”.⁵¹

No inciso VIII a lei cuidou de estabelecer mais uma medida restritiva ao exercício de um direito, qual seja, a proibição de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. Vale aqui, uma vez mais, conferir o escólio de Eizirik, Graal, Parente e Henriques, verbis:

O objetivo da norma é permitir a aplicação de tal penalidade a pessoas ou entidades que não dependem de autorização prévia da CVM, como são tipicamente os investidores do mercado de capitais. Assim, por exemplo, se um investidor pratica operações fraudulentas no mercado de opções, pode ser apenado com a proibição de atuar em tal mercado, durante um prazo determinado, de até dez anos, seja diretamente, seja mediante pessoas seguindo suas instruções (os chamados ‘laranjas’)⁵².

O art. 11 da Lei nº 6.385/76 contém, assim, as espécies de sanções administrativas passíveis de serem aplicadas no âmbito da supervisão do mercado de capitais, sendo, portanto, o fundamento legal de validade destas. Sabe-se que, ao contrário do que ocorre no direito penal, onde vige o sistema da rígida tipicidade, não há na seara do direito administrativo sancionador, via de regra, e, em específico, no âmbito da regulação do mercado de valores mobiliários, a correlação direta entre a conduta vedada e a sanção, haja vista a impossibilidade de enumerar, ex ante e exaustivamente, todos os casos fáticos com a discriminação da pena aplicável.

Nesse contexto, abre-se aqui maior flexibilidade à autoridade julgadora em definir qual a sanção, dentre aquelas previamente definidas na lei, a ser cominada diante de cada caso concreto. Por certo, de forma a afastar o arbítrio, o exercício dessa discricionariedade deve obedecer ao “princípio da adequação punitiva (ou princípio da proporcionalidade)”⁵³, devendo ser aplicada a sanção que melhor se adeque à

51 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriana; PARENTE, Flavia; HENRIQUES, op. cit., p. 329.

52 Idem, pág. 329.

53 CARVALHO FILHO, José dos Santos. *Manual de Direito Administrativo*. 17ª. ed. rev., ampl. e atual. Rio de Janeiro: Ed. Lumen Juris, 2007, p. 61.

repreensão da conduta ilícita e alcance a função de desestímulo à prática de novas irregularidades.

Para o fim de compatibilizar a adequação da resposta estatal aos ilícitos praticados, a doutrina aponta alguns relevantes parâmetros a serem observados no momento da aplicação da sanção, tais como: (i) a gravidade da infração administrativa, bem como a sua repercussão social e as consequências da conduta aos investidores e ao mercado como um todo; (ii) o elemento subjetivo do infrator, aqui analisando-se o grau de culpa e a intensidade do dolo; (iii) as circunstâncias atenuantes e agravantes; (iv) e a condição socioeconômica do infrator, seja ele pessoa física ou jurídica.⁵⁴

4.1.9. Da reincidência

A Lei nº 6.385/76, ainda disciplinando o processo administrativo sancionador, trata da reincidência nos §§2º e 3º do art. 11, abaixo transcritos, todos com a redação alterada pela Lei nº 13.506/2017:

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:

(...)

§ 2º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no § 1º deste artigo.

§ 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.

Enquanto o §2º coloca a reincidência como circunstância agravante da penalidade de multa, podendo chegar ao triplo de seu valor, o §3º a define como causa justificadora da aplicação das penas de suspensão, inabilitação e proibição, de caráter mais gravoso. A Instrução CVM 607 replica estes conceitos nos arts. 61, §1º, e 64, respectivamente, e, ainda, dispõe no §3º do art. 65 os elementos para a sua caracterização, quais sejam, o cometimento de nova infração e decisão condenatória definitiva no interregno máximo de cinco anos, verbis:

54 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriana; PARENTE, Flavia; HENRIQUES, op. cit., p. 325. Em que pese os autores indicarem tais critérios tão somente para a cominação da penalidade de multa, entendemos serem estes perfeitamente aplicáveis às demais penalidades. Nesse mesmo sentido, FADANELLI, Vinícius Krüger Chalub; BRAUN, Lucas. Artigo 11. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Op.Cit. p. 246.

§ 3º Ocorrerá reincidência quando o agente comete nova infração depois de ter sido punido por força de decisão administrativa definitiva, salvo se decorridos 5 (cinco) anos do cumprimento da respectiva punição ou da extinção da pena.

Na hipótese de ocorrência de nova infração fora desses parâmetros, ou seja, antes do trânsito em julgado da condenação pela infração anterior ou quando já decorridos os cinco anos do cumprimento ou extinção da pena, não poderão incidir os efeitos gravosos da reincidência. Por outro lado, fica impossibilitado o reconhecimento dos bons antecedentes do infrator, que não poderá ser aplicado como circunstância atenuante.

Está-se, portanto, diante de importante e legítimo instituto de exacerbação da cominação de penalidade administrativa, que se justifica para aquele que, mesmo já tendo sido punido anteriormente, volta a delinquir, demonstrando com sua conduta que *“a sanção normalmente aplicada se mostrou insuficiente para intimidá-lo ou recuperá-lo.”*⁵⁵ É indiscutível que sobre a conduta daquele que reincide recai maior juízo de reprovação, de modo que a previsão de consequências gravosas em razão da reincidência tem o condão de desestimular, de maneira mais efetiva, a prática de ilícitos administrativos.

4.1.10. Dos Ofícios de Alerta

Finalmente, cabe enfatizar que o exercício do poder de polícia pela CVM e, portanto, de intervenção no exercício das atividades privadas, manifesta-se não apenas por meio da aplicação de penalidades àqueles que agem em desvio às normas, legais e infralegais, que regem o mercado de capitais, mas também por meio de uma atuação preventiva e orientadora dos agentes que atuam neste relevante segmento econômico.

Neste passo, a Instrução CVM nº 607/2019 prevê a adoção de procedimentos como medidas de supervisão de participantes do mercado de valores mobiliários para fins de correção de eventuais irregularidades detectadas pelas Superintendências da CVM, dispensando-se, assim, a abertura de um processo administrativo sancionador.

Assim, uma vez constatada a ocorrência de uma irregularidade administrativa, a autarquia emite um Ofício de Alerta à pessoa física ou jurídica fiscalizada, notificando-a acerca da irregularidade e determinando um prazo razoável para a sua correção. Corrigida a inadequação apontada, o procedimento será encerrado, com o consequente arquivamento.

A utilização desse importante instrumento, de cunho eminentemente educativo,

55

MIRABETE, Julio Fabbrini. *Manual de Direito Penal*. 12ª. ed. São Paulo: Atlas, 1997, p. 295.

tem lugar naquelas situações em que o ente supervisor do mercado entende não se justificar a abertura de um processo administrativo sancionador, tal como, apenas a título de exemplo, o preenchimento incompleto dos documentos e informações que deverão ser disponibilizados aos acionistas quando da convocação de uma assembleia geral ordinária (AGO)⁵⁶, bastando, para tanto, um ofício de alerta encaminhado pela área competente da CVM (in casu, a Superintendência de Relações com Empresas) solicitando a reapresentação do documento com a inserção das informações constantes.

Neste caso, sendo verificado que, mesmo após instada a corrigir a falha apontada, a Companhia publica nova proposta ainda com incorreções ou omissões, a área técnica poderá então propor termo de acusação em face do diretor responsável pela publicação de informações relacionadas à companhia, instaurando o processo administrativo sancionador.

4.2. Termos de Compromisso

CELSON LUIZ ROCHA SERRA FILHO

PROCURADOR FEDERAL. PROCURADOR-CHEFE DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - PFE-CVM (DESDE 2017). SUBPROCURADOR-CHEFE DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2012-2017). CONSELHEIRO DO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN (2010-2012).

4.2.1. Origem e Evolução

Os ilícitos administrativos praticados no mercado de capitais têm como consequência a instauração de processo administrativo sancionador, por meio do qual a CVM realiza a devida apuração dos fatos e aplica aos infratores as penalidades⁵⁷ previstas em lei.

A Lei nº 9.457/97⁵⁸ acrescentou os parágrafos 5º a 8º e 10º ao art. 11 da Lei nº 6.385/76, instituindo, assim, o termo de compromisso como alternativa consensual para a solução de litígios administrativos, que, até então, tinham como único desfecho a instauração de processo sancionador com vistas à aplicação de penalidades, baseada na clássica noção de unilateralidade e imperatividade dos atos administrativos.

Inspirado no consent decree do mercado de capitais norte-americano, o termo de

56 Art. 133, §3º, da Lei n. 6.404/76.

57 Vide os artigos 9º, inciso V e 11, incisos I a VIII, todos da Lei nº 6.385/76.

58 O termo de compromisso foi previsto com o acréscimo dos parágrafos 5º a 8º ao art. 11, da Lei nº 6.385/76.

compromisso representa um acordo substitutivo⁵⁹ celebrado entre a CVM e o acusado/ investigado, por meio do qual este se compromete, em suma, a cessar as práticas consideradas ilícitas e corrigir as irregularidades apontadas. Em troca, o processo administrativo fica suspenso até o integral cumprimento do compromisso ajustado, com o que se dá a extinção do feito sem que haja reconhecimento de culpa. Caso descumprido o acordo, o processo administrativo retoma seu curso, sem prejuízo da execução do compromisso, firmado sob a forma de título executivo extrajudicial⁶⁰.

O termo de compromisso foi instituído no período marcado pela Reforma do Estado⁶¹, motivada pela crise fiscal do Estado do bem-estar. O modelo administrativo corrente à época, conhecido como administração pública burocrática, era caracterizado pela rigidez e ineficiência, no qual a Administração Pública, ao invés de servir à sociedade, voltava-se para si mesma e para o controle interno de seus procedimentos. Predominavam os paradigmas clássicos do Direito Administrativo, fundados na noção de supremacia do interesse público, na legalidade como vinculação estrita à lei e na imperatividade e unilateralidade dos atos administrativos.

O declínio do Estado do bem-estar abriu espaço para o surgimento do neoliberalismo, que pregava a diminuição do tamanho da Administração Pública, a redução da intervenção do Estado na economia e a restituição das atividades econômicas à livre iniciativa. O Estado passa a assumir um papel subsidiário na economia, centrado na regulação das atividades econômicas, conforme previsto no art. 174 da Constituição da República. O modelo administrativo idealizado é o da administração pública gerencial, caracterizado pela flexibilidade, eficiência e busca de resultados.

Antes do movimento de Reforma do Estado prevalecia a noção de que os ilícitos administrativos deveriam ter como consequência obrigatória a aplicação de penalidades. Essa cultura era inspirada na visão até então predominante do princípio da indisponibilidade do interesse público e do princípio da supremacia do interesse público sobre o interesse particular.

Assim, o necessário ponto de partida para a compreensão do termo de compromisso é a revisão dos supracitados cânones do Direito Administrativo⁶².

Tornou-se imperiosa a reanálise crítica do princípio da supremacia do interesse

59 SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Direito Administrativo Regulatório*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 125.

60 Vide art. 11, parágrafos 5º a 8º da Lei nº 6.385/76.

61 O fortalecimento do mercado de capitais foi um dos objetivos declarados da Reforma do Estado, principalmente através do Programa Nacional de Desestatização, que visava ao acréscimo da oferta de valores mobiliários e à democratização da propriedade do capital das empresas incluídas no programa, conforme previsto no art. 1, VI da Lei nº 9.491/97.

62 Binenbojm desmistifica a origem pós-revolucionária dos paradigmas clássicos do Direito Administrativo ao afirmar que eles representam “antes uma forma de reprodução e sobrevivência das práticas administrativas do Antigo Regime que a sua superação”. BINENBOJM, Gustavo. Da supremacia do interesse público ao dever de proporcionalidade: um novo paradigma para o Direito Administrativo. In: SARMENTO, Daniel (org.). *Interesses públicos versus interesses privados: desconstruindo o princípio da supremacia do interesse público*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 166-168.

público, de modo a conformá-lo com a centralidade dos direitos fundamentais na aplicação do direito como um todo. Nessa linha de pensamento, Binzenbojm⁶³ afirma que o interesse público deve ser resultado de juízo de ponderação entre interesses individuais e coletivos, de modo que ambos possam ser realizados na maior extensão possível.

Ao lado da supremacia do interesse público, o princípio da indisponibilidade do interesse público possuía destaque no modelo regulatório baseado na aplicação de penalidades. Em que pese sua importância na orientação de toda atividade administrativa, não se pode vislumbrar nesse princípio o fundamento de suposta primazia da sanção administrativa em face da solução consensual. Conforme sustenta a doutrina contemporânea⁶⁴, o objetivo do administrador não é a *“imposição de uma penalidade ou sacrifício de direitos desacompanhado de algum proveito geral”*.

Com efeito, nada impede que o interesse público objetivado pela sanção administrativa possa ser alcançado pela solução consensual. Essa é a opinião de Moreira Neto⁶⁵ ao sustentar que, *“distintamente do que se possa aceitar sem maiores indagações, em todas as modalidades preventivas e de composição de conflitos que envolvam a Administração Pública, no âmbito do Direito Administrativo, jamais se cogita de negociar o interesse público, mas, sim, de negociar os modos de atingi-lo com maior eficiência”*.

Por último, possui extrema importância para o presente trabalho a análise do princípio da eficiência, incorporado ao texto constitucional com a Emenda nº 19/98. Segundo Aragão⁶⁶, o princípio da eficiência deve orientar a Administração Pública no sentido da otimização de resultados, compreendida como a maior realização possível das finalidades públicas através do menor sacrifício possível para o Estado e para as liberdades individuais. Salienta referido doutrinador haver outro importante aspecto a ser considerado na análise do princípio da eficiência: no caso de existir mais de uma possibilidade de interpretação da norma, caberá ao administrador adotar aquela que garanta a melhor realização possível dos objetivos traçados em lei. Para tanto, deve

63 Idem, op. cit. p. 166-168: (...) a norma de supremacia pressupõe uma necessária dissociação entre o interesse público e os interesses privados. Ocorre que, muitas vezes, a promoção do interesse público — entendido como conjunto de metas gerais da coletividade juridicamente consagradas — consiste, justamente, na preservação de um direito individual, na maior medida possível. A imbricação conceitual entre interesse público, interesses coletivos e interesses individuais não permite falar em uma regra de prevalência absoluta do público sobre o privado ou do coletivo sobre o individual. (...) Assim, o melhor interesse público só pode ser obtido a partir de um procedimento racional que envolve a disciplina constitucional de interesses individuais e coletivos específicos, bem como um juízo de ponderação que permita a realização de todos eles na maior extensão possível. O instrumento deste raciocínio ponderativo é o postulado da proporcionalidade. A preservação, na maior medida possível, dos direitos individuais constitui porção do próprio interesse público. São metas gerais da sociedade política, juridicamente estabelecidas, tanto para viabilizar o funcionamento da Administração Pública, mediante instituição de prerrogativas materiais e processuais, como para preservar e promover, da forma mais extensa quanto possível, os direitos dos particulares. Assim, esse esforço de harmonização não se coaduna com qualquer regra absoluta de prevalência a priori dos papéis institucionais do Estado sobre os interesses individuais privados.

64 SOUTO, Marcos Jurueña Villela. Op. cit., p. 192.

65 MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Mutações do direito público*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 77.

66 ARAGÃO, Alexandre Santos. O Princípio da Eficiência. *Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico*, Salvador, Instituto de Direito Público da Bahia, n. 4, nov./dez. 2005, jan. 2006. Disponível em: <http://www.direitodoestado.com.br>. Acesso em: 31 maio 2012.

haver uma valorização dos elementos finalísticos da lei, com a superação da concepção meramente formal e abstrata da legalidade.

Foi nesse contexto histórico que se deu a edição da Lei nº 9.457/97, marcado pela revisão do papel do Estado na economia e, conseqüentemente, do próprio Direito Administrativo. Assim, instituiu-se o termo de compromisso como alternativa para a solução de litígios administrativos, que, até então, tinham como único desfecho a instauração de processo sancionador com vistas à aplicação de penalidades.

Não se pretende, com isso, subestimar o importante papel desempenhado pela sanção administrativa, mas questionar a visão de que a finalidade da atuação administrativa é a repressão de ilícitos por meio da aplicação de penalidades. Os acordos substitutivos devem ser considerados como instrumentos de igual importância para a consecução das finalidades públicas, inclusive por não ser possível extrair do ordenamento jurídico qualquer relação de preferência em favor das sanções administrativas⁶⁷.

Feita a devida contextualização histórica, impõe-se analisar a evolução legislativa das normas que disciplinam a celebração de termo de compromisso. Eis o que dispunha a redação original conferida pela Lei nº 9.457/97:

Art. 11 (...)

§ 5º - A Comissão de Valores Mobiliários poderá suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo, se o indiciado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a:

I - Cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e

II - Corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

§ 6º - O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada.

§ 7º - O termo de compromisso deverá ser publicado no Diário Oficial da União, discriminando o prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e o seu inadimplemento caracterizará crime de desobediência, previsto no artigo 330 do Código Penal.

67 PALMA, Juliana Bonacorsi de. Atuação administrativa consensual: estudo dos acordos substitutivos no processo administrativo sancionador. 2010. Dissertação (Mestrado em Direito do Estado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2134/tde-18112011-141226/>. Acesso em: 20 maio 2016.

§ 8º - Não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis.

(...)

§ 10. A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará a aplicação do disposto nos §§ 5º a 9º deste artigo aos procedimentos conduzidos pelas Bolsas de Valores e entidades do mercado de balcão organizado.

Passados poucos anos, as normas referentes ao termo de compromisso foram alteradas em alguns pontos relevantes com a edição da Lei nº 10.303/01 e Decreto nº 3.995/01, conforme se observa nos trechos grifa- dos abaixo:

Art. 11 (...)

§ 5º - A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a: (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

I - Cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos

pela Comissão de Valores Mobiliários; e

II - Corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

§ 6º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada.

§ 7º O termo de compromisso deverá ser publicado no Diário Oficial da União, discriminando o prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 8º Não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis.

(...)

§ 10 A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará a aplicação do disposto nos §§ 5º a 9º deste artigo aos procedimentos conduzidos pelas Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

A redação atual do § 5º afasta qualquer possibilidade de se considerar a celebração do termo de compromisso um direito subjetivo do administrador, pois restou expressamente consignado que o acordo poderá ser pactuado pela CVM “a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir”⁶⁸.

Restou também aclarado que o termo de compromisso só poderá ser firmado em “procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários”, afastando-se com isso interpretações equivocadas no sentido de ser possível a celebração de acordo em procedimentos não sancionadores ou, por exemplo, originados de violações a contratos administrativos (Lei nº 8.666/93).

Após merecidas críticas realizadas na época⁶⁹, foi também afastada a criminalização do inadimplemento, felizmente substituída pela atribuição de natureza de título executivo extrajudicial ao compromisso pactuado (§ 7º).

Finalmente, o acréscimo ao § 10º promovido pelo Decreto nº 3.395/01 buscou compatibilizar a disciplina do termo de compromisso com as alterações promovidas pela Lei nº 10.303/01 ao art. 17 da Lei nº 6.385/76, que adicionou as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários ao rol dos administradores de mercados organizados que atuam sob o regime de autorregulação⁷⁰.

Percebe-se que a lei reservou à CVM a tarefa de regulamentar a disciplina do termo de compromisso por meio do exercício do poder normativo previsto no art. 8, inciso I, da Lei nº 6.385/76. Sua estrutura mínima, contudo, já foi bem delineada em lei, consistindo na suspensão do processo mediante o atendimento de condições pactuadas entre CVM e investigado/acusado.

Após um período de observações práticas, foi editada a Deliberação CVM nº 390/01, modificada posteriormente pelas deliberações CVM nº 486/05 e nº 657/11.

Com o advento da Deliberação CVM nº 486/05 passou a ser exigida a manifestação da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (PFE-CVM) sobre a legalidade da proposta, especialmente sobre o atendimento, em tese, dos requisitos previstos nos incisos I e II do § 5º do art. 11, da Lei nº 6.385/76. Contudo, a grande inovação trazida

68 Nesse sentido foi a decisão proferida pelo Colegiado da CVM em 28.02.2012, proferida nos autos do Processo administrativo nº RJ 2011/9398.

69 EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 251-252.

70 Relevante destacar que o Decreto nº 3.395/01 e a Lei nº 10.303/01 foram editados na mesma data, 31.10.2001.

em 2005 foi a criação do Comitê de Termo de Compromisso, assim comentado pela doutrina especializada⁷¹:

O Comitê de Termo de Compromisso é responsável pela análise prévia das propostas apresentadas. Assim, e após ouvida a PFE-CVM a respeito de legalidade, os autos são encaminhados ao Comitê em questão, que deve apresentar parecer sobre a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, bem como sobre a adequação da proposta formulada pelo investigado ou acusado, propondo ao Colegiado a aceitação ou a rejeição do termo proposto, tendo em vista os critérios estabelecidos no citado art. 9º da Deliberação CVM nº 390/01.

Antes da criação do Comitê a proposta de termo de compromisso era encaminhada diretamente ao Colegiado da CVM. Atualmente, o Comitê realiza uma avaliação preliminar e pode, inclusive, na forma do § 4º do art. 8º da Deliberação CVM nº 390/01, negociar com o administrado. Sendo assim, e muito embora a decisão final compita ao Colegiado, existe todo um trabalho prévio e de cunho opinativo que, além de facilitar o procedimento e agregar-lhe valor, busca imprimir maior uniformidade e previsibilidade na perspectiva dos administrados, por meio de opiniões coerentes, aderentes a precedentes do Colegiado e cada vez mais técnicas e apuradas.

As alterações ocorridas em 2005 contribuíram inegavelmente para o aprimoramento das análises técnica e jurídica da proposta. A previsão expressa da possibilidade de negociação revelou o amadurecimento do instituto consensual e o afastamento do modelo regulatório da visão ligada exclusivamente à imperatividade e unilateralidade dos atos administrativos.

Comitê de Termo de Compromisso, responsável por essa negociação, tem sua composição e funcionamento previstos na Portaria/CVM/PTE/nº 71, de 17 de agosto de 2005. É integrado pelos titulares de cinco superintendências da CVM, além do titular da PFE-CVM (este sem direito de voto), todos sob a coordenação do Superintendente-Geral.

A Deliberação CVM nº 390/01 recebeu ainda pontuais alterações com o advento da Deliberação CVM nº 657/11, com vistas basicamente ao aperfeiçoamento do trâmite processual. A estrutura do termo de compromisso, contudo, restou mantida em seus principais aspectos.

Em 2019, a edição da Instrução CVM nº 607 consolidou as diretrizes e instrumentos do processo sancionador em um único diploma. Assim, a nova norma, em síntese,

71 WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. O termo de compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários. Disponível em: <https://dspace.almg.gov.br/handle/11037/9782>. Acesso em: 16 maio 2016.

estabeleceu o seguinte procedimento: (i) o interessado deve manifestar seu interesse em celebrar termo de compromisso dentro do prazo para apresentação de defesa, sem prejuízo de apresentação desta⁷²(art. 82, § 1º); (ii) a proposta completa deve ser apresentada em até 30 dias após o prazo para apresentação de defesa (art. 82, § 2º);(iii) caso a proposta seja oferecida na fase de investigação preliminar, será encaminhada à superintendência responsável pela apuração do fato (art. 82, § 3º); (iv) é ouvida a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM sobre a legalidade da proposta (art. 83); (v) após ouvida a procuradoria, o Superintendente-Geral submete a proposta ao Comitê de Termo de Compromisso (art. 83); (vi) caso seja conveniente, é realizada a negociação das condições da proposta entre o comitê e o proponente (art 83, §4º); e (vii) oferecido o parecer pelo Comitê de Termo de Compromisso, a proposta é encaminhada ao Colegiado da CVM para deliberação final (art. 84, §1º).

A celebração de termo de compromisso não importará em confissão quanto à matéria de fato, nem em reconhecimento de ilicitude da conduta analisada (art. 81).

4.2.2. Análise dos requisitos legais

Vale observar, preliminarmente, que a análise dos requisitos legais deve levar em conta que os agentes de mercado são movidos por interesses particulares, de modo que o acordo substitutivo não pode dar aos administrados a percepção de que a prática de ilícitos não possui consequências ou – pior ainda – pode ser vantajosa. Essa situação produziria efeitos extremamente nocivos para o mercado de capitais, cujo regular funciona- mento depende fundamentalmente de sua confiabilidade.

Nesse aspecto, o art. 9º, § 4º, da Lei nº 6.385/76⁷³ estabelece que a penalização deve proporcionar efeitos **educativo e preventivo** para os participantes do mercado.

Embora o dispositivo acima diga respeito às sanções administrativas, a celebração do termo de compromisso também deve perseguir os efeitos preventivo e educativo, pois são eles que representam, em última análise, o interesse público que deve permear a resposta regulatória à prática de ilícitos administrativos.

Sob essa ótica, devem ser então definidos os contornos dos efeitos preventivo e educativo previstos na Lei nº 6.385/76. Para tanto, podem ser aproveitadas lições há muito tempo estudadas no âmbito do direito penal, sobretudo se considerado que,

⁷² Vale destacar que o art. 84 da Instrução CVM nº 607 prevê que, em casos excepcionais, nos quais se entenda que o interesse público determina a análise de proposta de celebração de termo de compromisso apresentada fora do prazo a que se refere o § 2º, tais como os de oferta de indenização substancial aos lesados pela conduta objeto do processo e de modificação da situação de fato existente quando do término do referido prazo, o Colegiado examinará o pedido.

⁷³ Art. 9º (...)

§ 4º - Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão deverá dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado.

para a doutrina especializada⁷⁴, existe unidade do poder punitivo estatal, subdividido em suas vertentes penal e administrativa.

Feitas as devidas adaptações às teorias da pena⁷⁵, chega-se à conclusão de que o efeito preventivo previsto na Lei nº 6.385/76 deve corresponder ao desestímulo à prática de irregularidades. Por sua vez, o efeito educativo deve compreender uma sinalização dirigida aos participantes do mercado no sentido de que determinadas condutas não são toleradas, com o que se busca garantir a manutenção/reforço da confiança na ordem jurídica⁷⁶ estabelecida para o setor regulado.

Feitas essas observações preliminares, tem-se que o principal aspecto a ser considerado pela CVM na análise da proposta de termo de compromisso é o atendimento dos requisitos estabelecidos nos incisos I e II do § 11º da Lei nº 6.385/76.

O primeiro requisito legal, previsto no inciso I do § 5º do art. 11, consiste no compromisso de “cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários”. O juízo feito pela CVM é apenas perfunctório, pois a celebração do termo não importa em confissão nem em reconhecimento de ilicitude da conduta (art. 11, § 6º). Evidentemente, o juízo definitivo só poderia ser alcançado com a conclusão do processo administrativo sancionador, em respeito ao devido processo legal, contraditório e ampla defesa.

O administrado, ao cessar a prática de irregularidades, ajusta sua conduta às determinações legais⁷⁷, em clara manifestação do efeito educativo do acordo celebrado. Nesse aspecto, a CVM vem decidindo sistematicamente pela rejeição da proposta que não contemple a cessação da prática considerada irregular⁷⁸.

Ainda sobre o primeiro requisito, vale destacar o entendimento da CVM no sentido de que:

“sempre que as irregularidades imputadas tiverem ocorrido em momento

74 “O poder punitivo estatal – entendido como o poder de criar ilícitos e sanções punitivas, aplicá-las e executá-las – pode ser exercido tanto através de sanções penais como sanções administrativas. (...) É dizer, tanto a sanção penal como a administrativa são manifestações de um mesmo poder estatal, o ius puniendi. Daí se falar em unidade do poder punitivo estatal, poder que abrange tanto as sanções penais (direito penal) como as sanções administrativas (direito administrativo sancionador)”. MELLO, Rafael Munhoz de. *Princípios constitucionais de direito administrativo sancionador: as sanções administrativas à luz da Constituição Federal de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2007. p. 42-45.

75 Interessante notar a similaridade de tratamento conferida à sanção penal. Conforme aponta a doutrina, a função preventiva possui dois aspectos: (i) a prevenção especial, voltada para a correção social do autor (e sua eventual neutralização através da privação de liberdade), e (ii) a prevenção geral, que corresponde à ideia de intimidação (negativa) e manutenção/reforço da confiança na ordem jurídica (positiva). Através da prevenção geral negativa, o Estado espera desestimular a prática de crimes pela ameaça da pena. Já a prevenção geral positiva possui triplice função: (i) inviolabilidade do direito, necessária para preservar a confiança na ordem jurídica, (ii) reforço da fidelidade jurídica da sociedade e (iii) pacificação social pela punição e consequente solução do conflito com o autor (Vide SANTOS, Juarez Cirino dos. *Direito Penal: parte geral*, Curitiba: Lumen Juris, 2006, p. 459-464).

76 Idem.

77 Nesse aspecto, o inciso I aproxima o termo de compromisso do termo de ajustamento de conduta previsto no art. 5º, § 6º Lei nº 7.385, pois o compromitente se obriga a adequar sua conduta às exigências legais.

78 PAS RJ2009/4140, em decisão do Colegiado de 18/08/2009; PAS SP2002/0440, em decisão de 15/10/2004; PAS 21/99, em decisão de 03/11/2004.

*anterior e não se tratar de ilícito de natureza continuada, ou não houver nos autos quaisquer indicativos de continuidade das práticas apontadas como irregulares, considerar-se-á cumprido o requisito legal, na exata medida em que não é possível cessar o que já não existe*⁷⁹.

O segundo requisito, previsto no inciso II do § 5º do art. 11, da Lei nº 6.385/76, impõe ao compromitente a necessidade de “*corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos*”.

Quando os prejuízos são concretos e individualizados, a proposta deve abranger a necessária indenização aos investidores lesados⁸⁰. Nesse aspecto, a Instrução CVM nº 607 prevê, no art. 85, a possibilidade de notificação dos prejudicados, para que estes forneçam informações quanto ao valor que poderá vir a ser-lhes pago. Essa participação, contudo, não confere ao investidor a condição de parte no processo administrativo, nos termos do § 1º, do mencionado artigo.

Embora uma das finalidades do termo de compromisso seja viabilizar a rápida indenização dos prejuízos causados, não se pode pretender, sob esse argumento, que o processo administrativo substitua a ação civil reparatória. Com efeito, a proposta de indenização aos investidores lesados não vincula a esfera cível, pois, conforme garantido pelo art. 5º, XXXV da Constituição de 1988, os investidores continuam autorizados a ajuizar ações próprias junto ao Poder Judiciário.

Ocorre, contudo, que nem sempre os prejuízos causados são individualizados, pois grande parte dos ilícitos praticados no mercado de capitais causam danos a interesses difusos e coletivos, como a transparência e a confiabilidade, conforme aponta a doutrina⁸¹:

No entanto, é bastante comum que o ilícito perpetrado pelo proponente seja daqueles que, apesar de não gerarem danos a investidores individualizados, acarretam, em tese, danos aos interesses difusos ou coletivos no âmbito do mercado de capitais, notadamente potencial lesão à integridade, à transparência e à confiabilidade, que são valores essenciais no mercado de que se cuida. Assim, e considerando que a lei exige a indenização de todos os prejuízos causados pela suposta prática ilícita, a PFE-CVM tem opinado sistematicamente pela juridicidade de propostas de recomposição de danos por meio de medida(s) diretamente direcionadas ao mercado mobiliário como um todo, ou mesmo indiretamente, na pessoa do seu órgão regulador (CVM),

79 WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Op. cit.

80 Conforme decisões proferidas pelo Colegiado da CVM no PAS RJ2010/13301, em 17.04.2012 e PAS 06/2005, em 28.06.2007.

81 WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Op. cit.

que tem como um dos seus objetivos legais a promoção da expansão e do funcionamento eficiente do mercado de capitais (art. 4º da Lei nº 6.385/76).

A redação dada ao art. 82, inciso II da Instrução CVM nº 607 estabeleceu a necessidade de se “corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos causados ao mercado ou à CVM”. Dentro das possibilidades conferidas pelo texto legal, buscou-se adequar o acordo substitutivo às hipóteses em que não se verifica a ocorrência de prejuízo individualizado, em prestígio a importantes e atuais paradigmas da atividade regulatória, como o consenso, a celeridade e a eficiência.

Nas hipóteses de danos à integridade, transparência e confiabilidade do mercado, a CVM vem entendendo que a obrigação assumida pelo com- promitente deve ser suficiente para desestimular a prática de infrações semelhantes pelos acusados/ investigados e demais participantes do mercado⁸². Para esse propósito, o Colegiado da CVM procura balizar suas de- cisões em entendimentos construídos em precedentes análogos⁸³.

A Instrução CVM nº 607 determina, igualmente, que a negociação entre o Comitê de Termo de Compromisso e o proponente deverá ser concluída no prazo máximo de 120 (cento e vinte) dias, sendo facultado ao proponente, ao término das negociações, aditar os termos de sua proposta inicial, no prazo indicado pelo referido comitê (art. 83, §5º).

4.2.3. Benefícios esperados

Em relação ao proponente, a celebração do termo de compromisso caracteriza a forma de defesa conhecida como *nolo contendere*, na qual o acusado/investigado não contesta a imputação, mas não admite culpa e nem afirma sua inocência⁸⁴. O proponente, em troca de não se submeter ao estigma trazido pela condenação e pelo próprio trâmite do processo sancionador, assume perante a CVM obrigações que desempenham funções educativa e preventiva. Por sua vez, a rápida solução do litígio permite ao administrado direcionar esforços, antes destinados ao processo, no desempenho mais eficiente de suas atividades.

Em relação à CVM, o termo de compromisso demonstra ser um importante instrumento de redução de custos e tempo, diminuindo drasticamente, ainda, a judicialização dos litígios. Com efeito, o consenso evita as frustrações decorrentes da

82 Conforme decisões proferidas nos processos administrativos RJ2010/4524, RJ2010/7631, RJ2010/770, RJ2010/2980, RJ2009/11007, dentre outros.

83 PAS RJ2010/0770, decisão proferida em 21.09.2012.

84 À semelhança do que ocorre na suspensão condicional do processo penal. Vide GRINOVER, Ada Pellegrini; FILHO, Antonio Magalhães Gomes; FERNANDES, Antônio Escarance; GOMES, Luiz Flávio. *Juizados especiais criminais: comentários à Lei 9.099*. 5. ed. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 2005, p. 256.

imposição unilateral de penalidade, sendo certo que o acusado/investigado, por ter negociado a solução, acaba empreendendo maiores esforços no sentido de cumprir o pactuado⁸⁵. Com essa economia de tempo e recursos, a CVM pode concentrar seus esforços na investigação de mais casos, o que garante maior eficiência na resposta regulatória à prática de ilícitos.

Não se pode ignorar que o ganho de eficiência na celebração do termo de compromisso está também relacionado à maior celeridade da solução consensual se comparada ao trâmite completo do processo administrativo sancionador. Nesse aspecto, o trâmite em primeira instância abrange a fase de instrução⁸⁶, a apresentação de defesas e, finalmente, a decisão proferida pelo Colegiado da CVM. Caso haja condenação, caberá interposição de recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), órgão colegiado integrante da estrutura do Ministério da Fazenda. Contudo, nem sempre a garantia de dupla análise fático/probatória realizada pela CVM e pelo CRSFN é suficiente para pôr fim ao litígio, pois o administrado poderá ainda reinaugurar ab initio o debate junto ao Poder Judiciário, por força do art. 5º, XXXV, da Constituição de 1988.

Embora os tribunais venham adotando uma postura de autocontenção nos processos que envolvem pedidos de anulação de processos sancionadores da CVM⁸⁷, não é incomum o deferimento de extensa dilação probatória, em homenagem à ampla defesa. Em virtude do notório abarrotamento de processo no âmbito do Poder Judiciário, a solução definitiva do litígio pode consumir vários anos apenas para afirmar a validade

85 À semelhança do que ocorre na suspensão condicional do processo penal. Vide BITENCOURT, Cezar Roberto. Op. cit., p. 581.

86 A fase de instrução abrange atos de investigação, como inspeções, oitiva de testemunhas, etc., sendo concluída com a apresentação de relatório de acusação, nos termos da Deliberação CVM nº 538/08.

87 Nesse sentido é o acórdão proferido na Apelação nº 2004.51.01.013181-7, julgada pelo TRF da 2ª Região em 29.08.2007 (disponível em: <https://www10.trf2.jus.br/portal/>):

REQUERIMENTO DE ANULAÇÃO DE ATO ADMINISTRATIVO QUE CONDENOU EM MULTA. OBSERVÂNCIA DOS DITAMES LEGAIS NO USO DO PODER DISCRICIONÁRIO DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA.

I- Objetiva a parte autora a reforma da sentença para que sejam anulados os atos administrativos, relativos à condenação em multa, praticados pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM e pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - CRSFN.

II- Não ocorreu a prescrição de fundo de direito, uma vez que não quedou inerte a autarquia federal em relação aos fatos, conforme as datas apresentadas pelos documentos aduzidos. A denúncia deflagradora data de 9 de junho de 2000 e as intimações dos autores datam de 31 de outubro e 1º de novembro de 2001. Cinco anos são permitidos pela lei nº 9873/99 para aplicação de pena inerente ao poder de polícia da Administração Pública. Não houve prescrição.

III- Entendo firme na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça que no âmbito do controle jurisdicional do ato administrativo disciplinar, compete ao Poder Judiciário apreciar apenas a regularidade do procedimento, à luz dos princípios do contraditório, da ampla defesa e do devido processo legal. É defeso ao Poder Judiciário manifestar-se sobre o mérito no ato.

IV- No caso, diante da documentação apresentada, às fls.169/172, onde a parte autora e corretamente intimada, fica consignado que foi observado o princípio do contraditório, da ampla defesa e do devido processo legal.

V- Recurso da parte autora improvido. Sentença mantida.

da decisão administrativa, pois a efetiva cobrança da multa poderá exigir, ainda, a propositura de execução fiscal, cujo tempo médio no âmbito da Justiça Federal é de aproximadamente oito anos, dois meses e nove dias⁸⁸. Nessa nova etapa, o executado poderá mais uma vez apresentar defesa, através do oferecimento de embargos à execução (art. 16 da Lei nº 6.380/80). O longo trâmite processual aumenta a incidência de prescrição/decadência e facilita ao infrator a adoção de medidas para frustrar os esforços empreendidos na cobrança de multa⁸⁹.

Evidentemente, a demora na solução definitiva do litígio gera insegurança jurídica (postergação da paz social), além de demandar significativo emprego de recursos públicos.

4.3. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)

ADRIANA CRISTINA DULLIUS

PROCURADORA FEDERAL - NÚCLEO DE AÇÕES PRIORITÁRIAS DO DEPARTAMENTO DE CONTENCIOSO DA PROCURADORIA-GERAL FEDERAL. MESTRE EM DIREITO COMERCIAL PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO. MBA EM FINANÇAS NO IBMEC RIO DE JANEIRO. ESPECIALIZAÇÃO EM PROCESSO CIVIL NA UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL.

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) é um órgão colegiado vinculado ao Ministério da Fazenda, que atua como tribunal administrativo de segunda instância para recursos voluntários⁹⁰ interpostos contra decisões proferidas pelo Banco Central (Bacen)⁹¹, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)⁹² e pelo Conselho de Controle das Atividades Financeiras (COAF)⁹³.

Quanto aos recursos oriundos da CVM, nota-se que somente os julgados

88 Vide “Custo Unitário do Processo de Execução Fiscal na Justiça Federal, Relatório de Pesquisa IPEA”. Disponível em: <http://s.conjur.com.br/dl/pesquisa-ipea-cnj-custo-execucao-fiscal.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2012.

89 Idem.

90 Havia a previsão, até 2016, da obrigatoriedade de interposição de recursos de ofício, por parte da Autoridade Administrativa, de suas decisões absolutórias; este recurso, contudo, deixou de ser previsto pelo novo Regimento do CRSFN (Portaria MF nº 68/2016).

91 O CRSFN tem competência para atuar nos processos administrativos sancionadores do Banco Central que imponham penalidades por infrações às normas que regem o sistema financeiro nacional (Lei nº 4.595/64), à legislação cambial, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial; à legislação de consórcios e de cooperativas, entre outras.

92 Art. 11, § 4º, da Lei nº 6.385/76.

93 Art. 16, § 2º, da Lei nº 9.613/98.

administrativos sancionadores, de rito ordinário⁹⁴ ou simplificado, que apliquem sanções aos participantes do mercado são passíveis de recurso ao CRSFN; não é admitida, portanto, apreciação por outra instância administrativa nas demais decisões tomadas pela Autarquia, ainda que tenham por objeto questões que impactem em interesses diretos dos regulados⁹⁵.

A Instrução CVM nº 607 determina que os recursos ao CRSFN devem ser interpostos em até 30 (trinta) dias corridos da intimação (art. 70), sendo que será recebido somente com efeito devolutivo, sendo facultado ao apenado requerer o efeito suspensivo do recurso ao Colegiado, por meio de petição em separado a ser apresentada no ato de sua interposição (art. 71).

O CRSFN é composto por oito conselheiros titulares (e respectivos suplentes), designados pelo Ministro da Fazenda para o exercício de mandato de três anos, com reconhecida capacidade técnica e notório conhecimento especializado. Essas vagas são ocupadas por dois indicados do Ministério da Fazenda, um indicado pelo Banco Central do Brasil, um indicado pela Comissão de Valores Mobiliários e quatro indicados pelas entidades representativas dos mercados financeiro e de capitais⁹⁶.

A composição mista do Conselho, acima descrita, é alvo de controvérsia, pois existem autores, como Saddi, que argumentam que tal estrutura fere a imparcialidade na apreciação dos recursos e na administração da justiça⁹⁷. Contudo, mais acertado parece o entendimento esposado por Sergio Goldstein, in verbis:

*A combinação de membros indicados pelo setor público com membros indicados por entidades de classe do setor privado criou no Colegiado uma atmosfera extremamente benéfica que contribui para a tomada de decisões que têm colaborado para o desenvolvimento eficiente do Sistema Financeiro Nacional. A participação de membros do setor privado, com a vivência prática das matérias tratadas nos processos analisados, conjugada com membros do setor público, que carregam um enorme conhecimento técnico, bem como possuindo uma visão global do Sistema Financeiro Nacional, tem sido fundamental para as notáveis decisões proferidas no âmbito do Conselho de Recursos*⁹⁸.

94 O prazo para interposição de recursos voluntários em decisões prolatadas em procedimentos de rito ordinário é, em regra, de 30 dias, nos termos do art. 37 da Deliberação nº 538/08. Aponta-se, contudo, no próprio art. 38, duas exceções, em que o prazo para sua interposição é de 15 dias: a) processos que tratem de irregularidades relacionadas à Lei nº 9.613/98 (art. 37, § 1º, inciso I); e b) processos que tratem de irregularidades relacionadas à Lei nº 10.214/2001 art. 37, § 1º, inciso II).

95 Sobre o tema, vide CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Do descabimento de recurso administrativo para reformar decisão técnica proferida pela Comissão de Valores Mobiliários. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 145-154.

96 Artigo 2º, caput, incisos e §1º da Portaria MF nº 68/16.

97 SADDI, Jairo. Reformando o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito financeiro e do mercado de capitais*. São Paulo: Dialética, 2000, p. 62. v. 2.

98 GOLDSTEIN, Sergio Mychkis. Apontamentos Sobre o Regimento Interno do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 13. São Paulo: Revista dos Tribunais,

Há de se destacar, de outra feita, que os conselheiros, apesar de sua indicação por órgãos do setor público ou por entidades de classe, são independentes no exercício de suas atribuições, nos termos do que dispõe o art. 10, inciso I, do atual Regimento Interno (Portaria MF nº 68/16), como já vinha sendo defendido doutrinariamente⁹⁹. Adequado, portanto, que estejam sujeitos a causas de impedimento e de suspeição como as previstas no art. 18 do Regimento Interno do CRSFN.

Quanto ao procedimento adotado no processamento dos recursos perante o Conselho, houve significativas alterações decorrentes da Portaria MF nº 68/16. Uma delas, considerada das mais relevantes, é a participação facultativa da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional antes do julgamento, que passou a decorrer de solicitação formal e motivada do relator do recurso, do Presidente do CRSFN, ou de qualquer Conselheiro; deixou de existir, portanto, a obrigatoriedade de prolação de parecer da PGFN em todos os processos que tramitam no CRSFN (art. 8º, inciso III¹⁰⁰). Contudo, pode o Procurador da Fazenda, quando entender relevante, opinar oralmente acerca de Recurso durante a sessão de julgamento¹⁰¹; manteve, pois, papel significativo no controle da regularidade dos processos administrativos julgados em segunda instância.

Outra modificação substancial é a fixação de prazos a serem cumpridos pelos Conselheiros (art. 16¹⁰²), que, no caso de descumprimento, podem gerar a possibilidade de perda do mandato (art. 11, incisos I, II e IV¹⁰³).

2001, p. 106.

99 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais* – regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 373.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. A evolução do processo administrativo sancionador no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 48, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 67.

100 Art. 8º São atribuições do Procurador da Fazenda Nacional: (...) III - opinar por escrito sobre qualquer recurso ou pedido de revisão por solicitação formal e motivada do Relator, do Presidente, ou de qualquer Conselheiro, na forma definida neste Regimento Interno, ressalvado o disposto no §2º.

101 Art. 8º. (...) §1º É facultado ao Procurador da Fazenda Nacional opinar oralmente sobre qualquer recurso ou pedido de revisão durante a sessão de julgamento, podendo reduzir a termo a sua manifestação no prazo de dez dias.

102 Art. 16. Serão observados os seguintes prazos: I - de cento e oitenta dias para que o Conselheiro elabore a minuta do acórdão, composta do relatório e das minutas de voto e ementa, contados: a) do recebimento dos autos após o sorteio; ou b) do recebimento do parecer escrito do Procurador da Fazenda Nacional, na hipótese de que trata o inciso I do art. 15 ou do decurso do prazo para seu fornecimento. II - de vinte dias, contados da data do julgamento, para que o Conselheiro formalize o acórdão, composto da ementa, do relatório, do voto e do resultado do julgamento; III - de trinta dias, contados do recebimento dos autos, para que o redator designado pelo Presidente elabore o acórdão; e IV - de cento e oitenta dias para elaboração de parecer escrito do Procurador da Fazenda Nacional, contados da data do recebimento dos autos, após a solicitação de que trata o art. 15.

§1º Decorrido o prazo de que trata o inciso IV do caput deste artigo sem entrega do parecer escrito: I - incumbe ao Relator levar o processo a julgamento assim que tiver condições de fazê-lo; II - incumbe ao Conselheiro requisitante restituir o processo para julgamento em até trinta dias; e III - o Procurador da Fazenda Nacional deverá apresentar manifestação oral na sessão de julgamento.

§2º Nos recursos com tramitação prioritária os prazos a que se referem os incisos I e IV do caput deste artigo e o inciso I do art. 15 ficarão reduzidos à metade.

103 Art. 11. Sujeitar-se-á à perda de mandato o Conselheiro que: I - descumprir reiteradamente os deveres previstos neste Regimento Interno; II - reter processos ou procrastinar injustificadamente a prática de atos processuais;

O procedimento para a tramitação de recursos perante o CRSFN, na nova redação do Regimento Interno, encontra-se nos Capítulos IV (“Do Procedimento Ordinário”) e V (“Do Procedimento Especial”), devendo sua aplicação ser norteadas pelos princípios administrativos da legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência¹⁰⁴ e estar em conformidade com a Lei nº 9.784/99. Além disso, como em qualquer outro processo administrativo, na tramitação do recurso devem ser respeitados os princípios constitucionais do contraditório e da ampla defesa (art. 5º, inciso LV, da Magna Carta).

É prevista, ainda, a aplicação subsidiária de normas de outros ramos do direito, como as de processo penal e de processo civil. Neste caso, é importante lembrar que, segundo o disposto no Regimento Interno do CRSFN, em caso de conflito com qualquer norma processual (penal ou civil) os preceitos administrativos prevalecem¹⁰⁵.

Feitas essas breves considerações acerca de questões estruturais do Conselho, passa-se à discussão de algumas procedimentais por ele já decididas.

A primeira delas é a possibilidade de realização, pelo CRSFN, da reforma- tio in pejus, nos moldes do art. 64 da Lei nº 9.784/99¹⁰⁶. Em que pese a existência de argumentos favoráveis à sua realização, o Conselho entendeu, no Recurso 13465-LD, julgado na 376ª Sessão (fevereiro de 2015), ao acompanhar o voto do Conselheiro Arnaldo Laudísio, que o art. 64 não deve ser aplicado no processo sancionador, pois se trata de processo que visa a cercear direitos e deve estar sujeito aos mesmos princípios consagra- dos no direito penal com relação à aplicação da pena.

De outra feita, destaca-se que o Conselho não realiza o exame da constitucionalidade do ato administrativo, o que é atribuição do Poder Judiciário. Isso porque, como decidido, recentemente, no Recurso nº 13.285 (julgado na 371ª Sessão – Relatora Conselheira Marcia Tanji), há entendimento consolidado no Conselho de que, em decorrência da presunção da constitucionalidade das leis, o recurso em processo administrativo sancionador não é a sede para se reconhecer a inconstitucionalidade de Lei. Citou-se, na ocasião, o precedente firmado pelo E. STF na ADI 221/MC:

AÇÃO DIRETA DE INCONSTITUCIONALIDADE. MEDIDA PROVISÓRIA. REVOGAÇÃO. PEDIDO DE LIMINAR.

além dos prazos regimentais; (...) IV - reiteradamente, deixar de formalizar, no prazo regimental, o acórdão de sua relatoria ou para o qual foi designado redator;

104 Artigo 37 da Constituição Federal.

105 CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 266.

106 Art. 64. O órgão competente para decidir o recurso poderá confirmar, modificar, anular ou revogar, total ou parcialmente, a decisão recorrida, se a matéria for de sua competência.

Parágrafo único. Se da aplicação do disposto neste artigo puder decorrer gravame à situação do recorrente, este deverá ser cientificado para que formule suas alegações antes da decisão.

- *por ser a Medida Provisória ato normativo com força de lei, não é admissível seja retirada do Congresso Nacional a que foi remetida para o efeito de ser, ou não, convertida em lei.*

- *em nosso sistema jurídico, não se admite declaração de inconstitucionalidade de lei ou de ato normativo com força de lei por lei ou por ato normativo com força de lei posteriores. O controle de constitucionalidade da lei ou dos atos normativos e da competência exclusiva do Poder Judiciário. Os Poderes Executivo e Legislativo, por sua Chefia - e isso mesmo tem sido questionado com o alargamento da legitimação ativa na ação direta de inconstitucionalidade -, podem tão só determinar aos seus órgãos subordinados que deixem de aplicar administrativamente as leis ou atos com força de lei que considerem inconstitucionais.*

- *a Medida Provisória n. 175, porém, pode ser interpretada (interpretação conforme a constituição) como ab-rogatória das Medidas Provisórias n.s. 153 e 156. Sistema de ab-rogação das medidas provisórias do direito brasileiro.*

- *rejeição, em face desse sistema de ab-rogação, da preliminar de que a presente ação direta de inconstitucionalidade está prejudicada, pois as Medidas Provisórias n.s. 153 e 156, neste momento, só estão suspensas pela ab-rogação sob condição resolutiva, ab-rogação que só se tornara definitiva se a Medida Provisória n. 175 vier a ser convertida em lei. E essa suspensão, portanto, não impede que as medidas provisórias suspensas se revigorem, no caso de não conversão da abrogante.*

- *o que está prejudicado, neste momento em que a abrogação está em vigor, e o pedido de concessão de liminar, certo como e que essa concessão só tem eficácia de suspender “ex nunc” a lei ou ato normativo impugnado. E, evidentemente, não há que se examinar, neste instante, a suspensão do que já está suspenso pela ab-rogação decorrente de outra medida provisória em vigor. Pedido de liminar julgado prejudicado “si et in quantum”. (ADI 221 mc, relator(a): Min. Moreira Alves, Tribunal Pleno, julgado em 29/03/1990, DJ 22-10-1993 pp- 22251 ement vol-01722-01 pp-00028).*

Finalmente, mencione-se que é expressamente admitido o pedido de revisão da decisão proferida pelo CRSFN, quando preenchidos os requisitos previstos no art. 65 da Lei nº 9.784/99¹⁰⁷. Trata-se de medida excepcional, que deve ser adotada em situações

107 Art. 65. Os processos administrativos de que resultem sanções poderão ser revistos, a qualquer tempo, a pedido ou de ofício, quando surgirem fatos novos ou circunstâncias relevantes suscetíveis de justificar a inadequação da sanção aplicada.

expressamente definidas, sob pena do instituto em questão ser manejado, na prática, como uma terceira modalidade recursal, que aumentaria ainda mais a duração dos processos administrativos.

Não se discorda, contudo, que o pedido de revisão seja um importante instrumento processual vinculado à busca da verdade real no processo, que tem origem em pedido formulado após a prolação da decisão administrativa, mas que conta com requisitos de admissibilidade específicos, como bem destaca o Conselheiro Celso Luiz Rocha Serra Filho no voto proferido no Pedido de Revisão nº 09580:

O pedido de revisão, previsto no art. 65 da Lei nº 9.784/99, é um instrumento processual relacionado ao princípio da verdade material. Aludido princípio foi conceituado por Hely Lopes Meirelles¹⁰⁸ através da lição que transcrevo a seguir:

O princípio da verdade material, também denominado de liberdade na prova, autoriza a Administração a valer-se de qualquer prova que a autoridade processante ou julgadora tenha conhecimento, desde que a faça trasladar para o processo. É a busca da verdade material em contraste com a verdade formal. Enquanto nos processos judiciais o Juiz deve-se cingir às provas indicadas no devido tempo pelas partes, no processo administrativo a autoridade processante ou julgadora pode, até final julgamento, conhecer de novas provas, ainda que produzidas em outro processo ou decorrentes de fatos supervenientes que comprovem as alegações em tela.

Embora o pedido de revisão tenha como objetivo possibilitar à Administração Pública o reconhecimento da verdade material, cuidou a lei de estabelecer requisitos específicos de admissibilidade para o manejo de tal instrumento, previstos no art. 65 da Lei nº 9.873/99. **São eles o surgimento de fatos novos ou circunstâncias relevantes suscetíveis de justificar a inadequação da sanção aplicada.**

Ferraz e Dallari igualmente ressaltam as particularidades do pedido de revisão, lecionando que:

O pedido de revisão não é exatamente uma manifestação de inconformidade com os fundamentos e a motivação da decisão que se deseja modificar. Por meio do pedido de revisão o que se pretende é alterar a situação jurídica decorrente de decisão definitiva no âmbito

Parágrafo único. Da revisão do processo não poderá resultar agravamento da sanção.

108 MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito Administrativo Brasileiro*. 16. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991, p. 581.

administrativo, mas em função do descobrimento de fatos novos, de novas provas, que justifiquem a modificação pretendida¹⁰⁹.

Tendo em vista a generalidade da disposição contida na Lei n.º 9.784/99, foi editada a Portaria CRSFN n.º 10, de 01.11.2006, que, em seu art. 1º, § 1º, especificou quais situações dão ensejo à interposição de pedido de revisão contra decisão do Conselho¹¹⁰:

Art. 1º. As decisões proferidas pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN estão sujeitas a revisão, nos termos, limites e condições do art. 65 da Lei n.º 9.784, de 1999.

§ 1º Para efeito do disposto no caput, consideram-se fatos novos ou circunstâncias relevantes:

I – a modificação no estado de fato ou de direito ocorrida posteriormente à decisão;

II – a decisão manifestamente contrária a texto expresso de lei ou à prova dos autos;

III – a decisão baseada em depoimentos, exames ou documentos juridicamente inválidos;

IV – a verificação de prova nova da inocência do apenado ou de circunstância que determine ou autorize diminuição da pena, cuja existência a parte ignorava ou não pôde fazer uso à ocasião própria;

V – a decisão proferida por prevaricação, concussão, corrupção, impedimento ou incompetência absoluta;

VI – a decisão resultante de dolo ou de colusão entre as partes, a fim de fraudar a lei;

IV – a decisão ofensiva da coisa julgada;

IX – a decisão fundada em erro de fato, resultante de atos ou de documentos do processo.

§ 2º Há erro quando a decisão admitir um fato inexistente ou considerar inexistente um fato efetivamente ocorrido, sendo indispensável,

109 FERRAZ, Sérgio; DALLARI, Adilson de Abreu. *Processo Administrativo*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 306.

110 Importante salientar que o Decreto n.º 1.935/96 (Regimento Interno do CRSFN), com as alterações advindas do Decreto n.º 6.841/09, possui uma série de dispositivos fazendo referência ao pedido de revisão no âmbito deste Conselho. No entanto, tais dispositivos versam apenas sobre aspectos procedimentais de recebimento e análise de pedidos de revisão, não especificando hipóteses do seu cabimento.

num como noutro caso, que não tenha havido controvérsia nem pronunciamento administrativo sobre o fato.

§ 3º Uma vez proferida decisão pelo CRSFN, reputar-se-ão deduzidas e repelidas todas as alegações e defesas que a parte poderia expor para acolhimento do pleito, sendo inadmissível revisão por ofensa a literal disposição de lei ou contrariedade à evidência dos autos se a decisão tiver se baseado em texto ou elemento de interpretação controvertida.

§ 4º Considera-se também passível de revisão a decisão fundada em lei ou ato normativo declarados inconstitucionais pelo Supremo Tribunal Federal ou fundada em aplicação ou interpretação da lei ou ato normativo tidos pelo Supremo Tribunal Federal como incompatíveis com a Constituição Federal (grifos nossos)

Assim, somente passando por um rigoroso crivo de admissibilidade, o pedido de revisão poderá ser analisado pelo Conselho, que, então, poderá modificar sua própria decisão.

4.4. Prescrição nos Processos Administrativos Sancionadores

ADRIANA CRISTINA DULLIUS

PROCURADORA FEDERAL - NÚCLEO DE AÇÕES PRIORITÁRIAS DO DEPARTAMENTO DE CONTENCIOSO DA PROCURADORIA-GERAL FEDERAL. MESTRE EM DIREITO COMERCIAL PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO. MBA EM FINANÇAS NO IBMEC RIO DE JANEIRO. ESPECIALIZAÇÃO EM PROCESSO CIVIL NA UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL.

De modo geral, entende-se que a prescrição é um fenômeno que causa a extinção da ação cabível para o exercício de um direito, mas não a extinção do próprio direito (a extinção do próprio direito ocorre com a declaração de decadência). Esse é o posicionamento, por exemplo, de Aragão¹¹¹, Pontes de Miranda¹¹² e Câmara Leal, de

111 MONIZ DE ARAGÃO, Egas Dirceu. *Comentários ao Código de Processo Civil, lei nº 5.866, de 11 de janeiro de 1973*, Vol II: arts. 154-269. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1979, p. 551-552.

112 Pontes de Miranda asseverou que “os prazos prescricionais servem à paz e à segurança jurídica. Não destroem o direito, que é; não cancelam, não apagam as pretensões; apenas, encobrando a eficácia da pretensão, atendem à conveniência de que não se perdue por demasiado tempo a exigibilidade ou a acionabilidade”. Defendia, inclusive, que a prescrição era uma exceção a ser suscitada pela parte, ou seja, tinha uma aplicação muito mais restrita do que é atualmente admitido

quem se extrai o seguinte ensinamento:

(...) Historicamente, a prescrição foi introduzida no sistema pretoriano como uma exceção oposta ao exercício da ação, e tinha por fim extingui-la. O direito, porém, podia sobreviver à extinção da ação. Nesse sentido, apesar de opiniões em contrário, é a lição de Donellus, Weber, Thibaut, Dabelow, Glück, Guyet, Francke, Unterholzner e Rosshirt.

Se a inércia é a causa eficiente da prescrição, esta não pode ter por objeto imediato o direito, porque o direito, em si, não sofre extinção pela inércia de seu titular. O direito, uma vez adquirido, entra, como faculdade de agir (facultas agendi), para o domínio da vontade de seu titular, de modo que o seu não-uso, ou não-exercício, é apenas uma modalidade externa dessa vontade, perfeitamente compatível com sua conservação. E essa potencialidade, em que se mantém pela falta de exercício, só poderá sofrer algum risco e vir a atrofiar-se, se, contra a possibilidade de seu exercício a todo momento, se opuser alguém, procurando embarracá-lo ou impedi-lo, por meio de ameaça ou violação. É, então, que surge uma situação antijurídica, perturbadora da estabilidade do direito, para cuja remoção foi instituída a ação, como custódia tutelar. É contra essa inércia do titular, diante da perturbação sofrida pelo seu direito, deixando de protegê-lo, ante a ameaça ou violação, por meio da ação, que a prescrição se dirige, porque há um interesse social de ordem pública em que essa situação de incerteza e instabilidade não se prolongue indefinidamente.

Não é, pois, contra a inércia do direito, mas contra a inércia da ação, já que a prescrição age, a fim de restabelecer a estabilidade do direito, fazendo desaparecer o estado de incerteza resultante da perturbação, não removida pelo seu titular. E, por isso, dirigindo-se contra a inércia da ação, a prescrição só é possível quando há uma ação a ser exercitada, e o deixa de ser, e quando não há simplesmente um direito que deixa de ser exercido.

Diante de tão clara elucidação, teremos que reconhecer que a prescrição só pode ter por objeto a ação, e não o direito, pôsto que este sofra também os seus efeitos, porque ela, extinguindo a ação, o torna inoperante¹¹³.

Apesar de guardar algumas similaridades com a ideia acima descrita, por se tratar, igualmente, da geração de efeitos em decorrência do decurso do prazo, observa-se que o enfoque dado ao instituto da prescrição, no direito sancionador (penal ou administrativo) apresenta particularidades, notadamente quanto à possibilidade de

doutrinária e jurisprudencialmente, ao afirmar que “Prescrição é a exceção que alguém tem, contra o que não exerceu, durante certo tempo, que alguma regra jurídica fixa, a sua pretensão ou ação” (PONTES DE MIRANDA, Francisco C. *Tratado de Direito Privado*, Tomo VI. Rio de Janeiro: Borsoi, p. 100-101.).

113

CÂMARA LEAL, Antônio Luis. *Da prescrição e da decadência*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 23- 25.

verificação mesmo após o início da ação do ente estatal. Exatamente por isso, mostra-se relevante colacionar o conceito¹¹⁴ formulado por Pedroso, para quem a prescrição “desintegra o *jus puniendi* pelo decurso do tempo, obstando a aplicação ou execução da pena pelo seu efeito extintivo de punibilidade”¹¹⁵.

A legislação de regência da prescrição no processo administrativo sancionador é a Lei nº 9.873/99¹¹⁶, que prevê a incidência de duas espécies de prescrição: a) prescrição quinquenal; e b) prescrição intercorrente.

A prescrição quinquenal está prevista no art. 1º, caput, da Lei nº 9.873/99¹¹⁷, devendo esta ser contada da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, da data de sua cessação.

Contudo, se, no transcurso desse prazo de cinco anos, após a instauração do processo administrativo sancionador¹¹⁸, ocorrer paralisação do feito pelo período de três anos, estar-se-á diante de hipótese de prescrição intercorrente, prevista no § 1º do art. 1º da supra mencionada Lei¹¹⁹. Esse prazo é interrompido, contudo, por cada ato que impulsionar o processo no sentido de seu encerramento¹²⁰; não se enquadram neste conceito, portanto, os atos de mero expediente que não contribuam para o regular impulso do processo, como já decidido pelo CRSFN, por exemplo, nos Re- cursos nº 11.408 e 11.411¹²¹, julgados no ano de 2014.

114 No mesmo sentido, vide Guilherme de Souza Nucci, que define prescrição como “a perda do direito de punir do Estado pelo não exercício em determinado lapso de tempo. Não há mais interesse estatal na repressão do crime, tendo em vista o decurso do prazo e porque o infrator não reincide, readaptando-se à vida social” (NUCCI, Guilherme de Souza. Manual de Direito Penal - parte geral. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 550.).

115 PEDROSO, Fernando de Almeida. *Direito Penal* – parte geral. 4. ed. São Paulo: Método, 2008, p. 830.

116 A Lei nº 9.873/99 decorre da conversão em lei da Medida Provisória nº 1.708/1998.

117 Art.1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.

118 O entendimento de que a prescrição intercorrente se inicia após a instauração do processo administrativo sancionador não está pacificado. Enquanto autores de escol, como Julya Sotto Mayor Wellisch, Alexandre Pinheiro dos Santos e Fábio Medina Osório, e o colegiado da CVM se posicionam neste sentido (PAS CVM 22/94, julgado em 15.04.2004; PAS CVM 29/2000, julgado em 17.12.2013), parcela significativa da nova composição do CRSFN se posiciona no sentido de que a prescrição intercorrente também incidiria durante a fase investigativa, como se pode verificar, por exemplo, no voto proferido no Recurso nº. 13.432, julgado em 26.04.2016 (390ª Sessão).

119 Art. 1º, § 1º Incide a prescrição no procedimento administrativo paralisado por mais de três anos, pendente de julgamento ou despacho, cujos autos serão arquivados de ofício ou mediante requerimento da parte interessada, sem prejuízo da apuração da responsabilidade funcional decorrente da paralisação, se for o caso.

120 Há de se mencionar a existência da posição, da qual se discorda veementemente, de que somente os atos previstos no art. 2º dariam ensejo à interrupção do prazo da prescrição intercorrente. Ora, o art. 1º, § 1º, menciona “julgamentos” e “despachos”, demonstrando que a prescrição intercorrente é uma garantia do administrado contra a paralisação da Administração Pública no processamento do processo administrativo, que é atingida se praticados atos que deem andamento ao processo; não é feita, ademais, qualquer referência ao art. 2º da Lei nº 9.873/99 no artigo em questão, o que corrobora o entendimento aqui adotado. O entendimento constante deste artigo, de outra feita, não encontra qualquer resistência entre os Conselheiros que atuam no CRSFN, o que se constata mediante a análise de qualquer processo que, ao analisar a ocorrência da prescrição intercorrente, acosta extensa lista de atos praticados pela administração pública que, apesar de não estarem incluídos no rol do art. 2º, são considerados aptos a interromperem a prescrição intercorrente.

121 Esse posicionamento, contudo, não é pacificado entre os Conselheiros do CRSFN; parte significativa da atual composição entende que atos de mero expediente, ainda que deem impulso ao processo, não podem ser considerados aptos a interromperem a prescrição intercorrente.

Cumpre mencionar, ademais, que existe previsão, no art. 1º, § 2º, da Lei nº 9.873/99¹²², de hipótese em que o prazo prescricional deve ser aumentado. Trata-se da situação, excepcional, em que o fato objeto de apreciação pela administração pública igualmente constitui crime, devendo a ele ser aplicado o prazo prescricional da legislação penal. Sobre a razoabilidade deste dispositivo legal, lapidar é a lição de Costa, que se passa a transcrever:

Isto porque atos que constituem infração administrativa e crime, ao mesmo tempo, devem receber um tratamento mais rígido, como expressão da máxima aristotélica (tratar os iguais igualmente e os desiguais desigualmente, na medida de sua desigualdade), e, jamais, uma situação privilegiada face àqueles atos que constituem, apenas, infração administrativa. Assim, os atos que tenham o mencionado duplo efeito (administrativo e penal), prescrevem em, no mínimo, cinco anos, mas, se a lei penal estabelecer uma prescrição maior, aplicar-se-á esta última¹²³.

A aplicação deste dispositivo legal é alvo de diversas controvérsias, sobre as quais não é possível se furtar.

A primeira delas é em relação ao momento em que se comprovaria a ocorrência do crime. Em que pese os respeitáveis posicionamentos distintos¹²⁴, entende-se que em face da existência de comunicação de crime, ocorre a atração do prazo prescricional penal. Não merece qualquer reparo, pois, o voto proferido pelo ex-Conselheiro Marcos Davidovich no Recurso CRSFN nº 12.443, que, por sua precisão, passa-se a expor:

1. Inicialmente tratando da prescrição, é importante notar que a lei não estabelece a partir de qual momento pode-se afirmar que o fato objeto de apuração na seara administrativa também constitui crime. Diante dessa omissão, surgem entendimentos diversos, alguns no sentido de que basta que haja comunicação de crime, sob o argumento de que haveria independência entre as esferas penal e administrativa. Outros exigem a instauração do processo penal, sob o argumento de que o Ministério Público seria o dominus litis da ação penal pública e somente a ele caberia

122 Art. 1º, § 2º Quando o fato objeto da ação punitiva da Administração também constituir crime, a prescrição rege-se-á pelo prazo previsto na lei penal.

123 COSTA, Silvânio. A prescrição no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais*, v. 26, São Paulo: RT, 2004, p. 59.

124 Observa-se, pelo menos, outras duas posições sobre o tema: a) somente estaria verificada a ocorrência do crime após trânsito em julgado de decisão condenatória na seara penal; e b) haveria necessidade de adoção de um ato formal por uma autoridade competente para analisar o fato e subsumi-lo à norma penal. Dessa forma, como regra geral, somente a denúncia apresentada pelo MP e recebida pelo Juízo é que teria o condão de transformar o prazo quinquenal no prazo penal para a contagem da prescrição. Antes disso, o prazo deveria ser regido pela Lei 9873/99. O posicionamento constante do item 'b', muito bem sintetizado no voto proferido no Recurso nº 13.330, de lavra do Conselheiro Arnaldo Laudísio, julgado na 388ª Sessão de Julgamento do CRSFN, é adotado por diversos Conselheiros da atual composição do CRSFN, com fundamento na decisão proferida pelo STJ no proc 2005/0198004-9 – Rel. Min. Maria Thereza Assis de Moura.

verificar se há indícios suficientes para o oferecimento da denúncia, devendo, ainda, haver pronunciamento favorável ao recebimento da denúncia para que seja instaurado o processo penal, exigindo, portanto, um controle prévio também por parte do Judiciário. E, por fim, há quem entenda que somente com o trânsito em julgado de decisão penal condenatória haveria a aplicação do instituto previsto no art.1º, §2º da Lei n.º 9.873/99.

2. Embora divergente a questão, já há posicionamento do STF quanto à matéria que assim decidiu:

“EMENTA: I. Processo administrativo disciplinar: renovação. Anulado integralmente o processo anterior dada a composição ilegal da comissão que o conduziu – e não, apenas, a sanção disciplinar nele aplicado –, não está a instauração do novo processo administrativo vinculado aos termos da portaria inaugural do primitivo. II. Infração disciplinar: irrelevância para o cálculo da prescrição, da capitulação da infração disciplinar imputada no art.132, XIII – conforme a portaria de instauração do processo administrativo anulado –, ou no art. 132, I – conforme a do que, em consequência se veio a renovar –, se, em ambos, o fato imputado ao servidor público – recebimento, em razão da função de vultosa importância em moeda estrangeira –, caracteriza o crime de corrupção passiva, em razão de cuja cominação penal se há de calcular a prescrição da sanção disciplinar administrativa, independentemente da instauração, ou não, de processo penal a respeito.” (MS 24.013/DF, Rel. Min. Sepúlveda Pertence, DJ 01.07.2005)

3. Essa parece ser a melhor posição. Isso porque existem diversos outros fatores que podem inviabilizar a instauração do processo penal na esfera criminal e que não deveriam ser consideradas na esfera administrativa. Somente para exemplificar, nada impede que, após comunicado o Ministério Público acerca da ocorrência do fato criminoso, deixe este de oferecer denúncia em razão do excesso de trabalho e, posteriormente, verifique-se que teria ocorrido a prescrição em abstrato pelo decurso do prazo sem a ocorrência de qualquer causa interruptiva naquela seara. Seria razoável que a instância administrativa – em regra independente da criminal – seja prejudicada em razão de situações similares? Parece-me que não.

4. Quanto à exigência de trânsito em julgado de condenação na esfera penal parece-me ainda mais difícil de aplicar. Não bastassem os inconvenientes acima registrados, há que se cogitar, por exemplo, na eventual absolvição por falta de provas já que, por estar em jogo a liberdade do indivíduo, exige-se um aprofundamento probatório maior

do que no âmbito administrativo. Diversas outras hipóteses podem ser apresentadas demonstrando situações em que, mesmo sem ser afastada a tipicidade criminal, poderia o réu ser absolvido, resultando em indevido impacto na esfera administrativa.

5. Não estamos aqui afirmando, porém, que há total independência entre as instâncias. Nesse sentido, o próprio STF¹²⁵ já evidenciou ser “independentes as instâncias penal e administrativa, só repercutindo aquela nesta quando se manifesta pela inexistência material do fato ou pelo negativa de autoria.” Dessa forma, a insuficiência de provas no processo penal é um dos exemplos de efeito absolutório da sentença que não adentra a seara administrativa, porquanto seus escopos são diversos e o meios de apuração independentes.

6. Exatamente em razão dessa independência é que deve ser exigida uma análise séria e criteriosa da autoridade administrativa competente acerca da existência de indícios suficientes de ocorrência de crime para comunicação aos órgãos de apuração responsáveis. Ainda assim, conforme bem lembrado por Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Wellisch¹²⁶, “se houver arquivamento de investigação penal ou absolvição por fundamento que interfira em tipicidade, ilícito- de ou culpabilidade, relativamente aos mesmos fatos, poderá, eventualmente, incidir novo lapso prescricional retroativo.”

7. Assim sendo, entendo que, a comunicação da existência de indícios de ocorrência de fato criminoso ao órgão de persecução penal competente é causa suficiente a justificar a aplicação do disposto no art.1º, §2º, da Lei n.º 9.873/99, podendo, a depender do desfecho do procedimento criminal, haver o afastamento do prazo penal para aplicação retroativa do prazo administrativo, o que não me parece ter ocorrido no caso em análise.

Não é demais mencionar, outrossim, precedente do STJ que se coaduna com a posição aqui defendida:

RECURSO ORDINÁRIO EM MANDADO DE SEGURANÇA. ADMINISTRATIVO. SERVIDOR PÚBLICO CIVIL. CASSAÇÃO DE APOSENTADORIA. PODER JUDICIÁRIO. ALTERAÇÃO. FUNDAMENTO. ATO. INVIABILIDADE. EXAME DE MÉRITO. ILÍCITO ADMINISTRATIVO PREVISTO COMO CRIME. PRESCRIÇÃO ADMINISTRATIVA. CONTAGEM PELA

125 MS 22.438. Relator Ministro Moreira Alves, j. 20.11.1997, RTJ 166/171.

126 SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012, p.229-230;

PRESCRIÇÃO PENAL. EXISTÊNCIA. PERSECUTIO CRIMINIS. PREVISÃO ESPECÍFICA. LEGISLAÇÃO ESTADUAL. ANULAÇÃO. ATO ADMINISTRATIVO. RETROAÇÃO. RECURSO PROVIDO. 1. Não cabe ao Poder Judiciário alterar a capitulação dos fatos atribuída pela autoridade coatora no ato que cassou a aposentadoria, porquanto constitui flagrante invasão do mérito do ato administrativo. Tal providência, adotada em mandado de segurança, no qual não era discutida a questão da tipificação, constitui, ainda, ofensa aos princípios dispositivo, do contraditório e da ampla defesa. 2. A jurisprudência desta Corte é assente no sentido de que, se o ilícito administrativo é também capitulado como crime, a prescrição administrativa será regulada pela prescrição criminal apenas se for instaurado procedimento penal visando à apuração dos mesmos fatos. 3. Hipótese em que houve a instauração de procedimento investigatório pelo Ministério Público, o qual teve seu curso interrompido prematuramente, porquanto este considerou ter se consumado o lapso prescricional. 4. A despeito de a denúncia não ter sequer sido oferecida, não se pode olvidar que a decretação da extinção da punibilidade, mesmo na fase pré-processual, é ato privativo do juízo criminal e produz coisa julgada. Sendo assim, mostra-se suficiente para configurar a existência de persecutio criminis e, em consequência, fazer com que a prescrição administrativa seja regulada pelas normas criminais. 5. Se a legislação estadual pertinente aos servidores públicos determina que a prescrição do ilícito administrativo que constituir crime será regulada pela lei penal, o reconhecimento da prescrição da pretensão punitiva estatal, mormente quando declarada pelo Poder Judiciário em decisão transitada em julgado, fulmina, também, o poder disciplinar da Administração. 6. Nulidade do ato que determinou a cassação da aposentadoria caracterizada pela prescrição. 7. Em razão da orientação firmada no âmbito da Terceira Seção, no julgamento dos EDMS n.º 10.391/DF, relatados pelo Exmo. Sr. Ministro Napoleão Nunes Maia Filho, a concessão da ordem importa, também, no reconhecimento do direito ao recebimento das vantagens pecuniárias suprimidas em razão do ato ilegal, ainda que anteriores à impetração. 8. Recurso ordinário provido (grifo nosso) (STJ - RMS: 16387 RS 2003/0083063-7, Relator: Ministra JANE SILVA (DESEMBARGADORA CONVOCADA DO TJ/MG), Data de Julgamento: 04/11/2008, T6 - SEXTA TURMA, Data de Publicação: DJe 24/11/2008 DJe 24/11/2008).

De outra feita, considera-se relevante salientar o entendimento constante do Recurso nº 8550, apreciado na 388ª Sessão de Julgamento do CRSFN, de que não existe qualquer exigência legal, especialmente na Lei nº 9.873/99, no sentido de que seja verificada a correlação entre a tipificação de um fato como crime contra o sistema financeiro e

processo administrativo de titularidade do Banco Central do Brasil ou de crime previsto na Lei nº 6.385/76 e processos administrativos instaurados pela Comissão de Valores Mobiliários. Assim, sendo o fato enquadrado como crime contra o sistema financeiro (gestão temerária), por exemplo, o prazo prescricional é regido pela legislação penal, mesmo que o processo administrativo sancionador seja instaurado pela CVM.

Outra questão pacificada entre os julgadores na seara administrativa (Bacen, CVM e CRSFN) é que ocorre, apenas, a atração do prazo prescricional penal previsto no art. 109 do Código Penal computado pela pena em abstrato, não havendo, portanto, a atração de toda a normatização sobre prescrição prevista no Código Penal¹²⁷.

Finalmente, como o instituto da prescrição é analisado em relação ao fato, não sendo levadas em conta circunstâncias específicas de seus autores, não se vislumbra qualquer impropriedade no entendimento de que o art. 1º, § 2º, é aplicável, igualmente, às pessoas jurídicas que são acusadas nos processos administrativos pelo mesmo fato.

Passa-se, agora, à análise de algumas controvérsias relacionadas ao disposto no art. 2º da Lei nº 9.873/99¹²⁸, que trata das causas interruptivas da prescrição quinquenal, que igualmente são aplicáveis nos feitos em que o prazo prescricional é regido pelo art. 1º, § 2º, da Lei supra referida.

Refere-se, inicialmente, a concordância com o entendimento de que a publicação da pauta de julgamento do CRSFN é uma hipótese de notificação prevista em lei, razão pela qual interrompe o prazo prescricional da pretensão punitiva, nos termos do art. 2º, inciso I, da Lei nº 9.873/99. Colaciona-se, nesse sentido, voto proferido pelo ex-Conselheiro Marcos Davidovich no Recurso nº 8.541, apreciado na 346ª Sessão de Julgamento¹²⁹, considerado um dos paradigmas quanto ao tema:

2. O primeiro relatório elaborado nesse feito, então da lavra do Conselheiro Marco Antônio Martins de Araújo Filho, é datado de 11 de dezembro de 2009, o que demonstra que, já quando pautado pela primeira vez, o processo estava, em tese, maduro para julgamento. Constata-se, assim, que a inserção do feito em pauta não teve como único e exclusivo objetivo interromper a prescrição.

127 Sobre o tema, menciona-se, a título de ilustração, o posicionamento adotado pelo Conselheiro Arnaldo Laudisio, com a qual se concorda integralmente, no Recurso nº 13.330, no ponto “Adoção integral da sistemática de prescrição do Código Penal”.

128 Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva: (Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009)

I – pela notificação ou citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital; (Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009);

II – por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato; III – pela decisão condenatória recorrível.

IV – por qualquer ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal. (Incluído pela Lei nº 11.941, de 2009)

129 A 346ª Sessão de Julgamento foi realizada em 26.11.2012.

3. A Lei n.º 9.873/99, em seu artigo 2º, desde 27.05.2009 em razão da alteração trazida pela Lei n.º 11.941, prevê como hipótese interruptiva do prazo prescricional da ação punitiva a notificação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital. Questiona-se, portanto, se a publicação da pauta de julgamento seria hipótese de notificação prevista em lei, hipótese esta que teria o condão de interromper o prazo prescricional da pretensão punitiva.

4. O processo administrativo não tem os rigores rituais dos procedimentos judiciais. Com isso em mente, afirmamos que os termos “notificação” e “intimação” apresentam significados coincidentes, sendo utilizados indistintamente pelas Leis 9.873/99 e 9.784/99, respectivamente. Ambos são atos de comunicação processual, diferenciando-se da citação por não serem atos iniciais de chamamento ao processo.

5. Não devemos, portanto, tratar a notificação no direito administrativo com base em institutos do direito processual civil, onde é tido como medida preventiva que tem por objetivo prevenir responsabilidade, prover a conservação e ressalva de seus direitos ou manifestar qualquer intenção de modo formal, nos exatos termos do art.867, do CPC.

6. Por outro lado, no direito processual penal, embora o próprio Código de Processo Penal não faça qualquer diferenciação entre esses institutos, ora referindo-se à intimação, ora à notificação, há diferenciação trazida pela doutrina. De acordo com José Frederico Marques, a distinção estaria no fato de que “a notificação projeta-se no futuro, visto que leva ao conhecimento do sujeito processual, ou de outra pessoa que intervenha no processo, pronunciamento jurisdicional que determine um facere ou um non facere. A intimação, ao revés, se relaciona com atos pretéritos”¹³⁰.

7. Assim, a depender do ramo do direito esses institutos são tratados de forma diversa. Atendo-nos ao processo administrativo, considero ser a notificação o meio pelo qual o interessado é comunicado da prática de qualquer outro ato processual diverso de seu chamamento inicial a integrar o feito.

8. Importante notar, ainda, que a notificação poderá ser realizada por diversas formas. Em momento algum há exigência, no art.2º, inciso I, da Lei 9.873/99, de realização de notificação pessoal dos interessados. É

certo que para determinados atos exige-se a notificação pessoal, porém, estas hipóteses estão sempre delineadas na norma, não havendo como presumir-se a sua necessidade.

9. Dentre as formas pelas quais podem ser realizadas as notificações, fazemos referência à publicação em imprensa oficial. E esta é, exatamente, a forma adotada pelo Regimento Interno deste Conselho para notificar os interessados acerca da data do julgamento. Conforme dispõe o art.18 do Decreto n.º 1.935, de 20 de junho de 1996, “a pauta indicando dia, hora e local da sessão de julgamento, será afixada em lugar visível e acessível ao público, na sede do Conselho, e publicada no Diário Oficial com oito dias de antecedência, no mínimo.”

10. Com isso em mente, entendo que a publicação da pauta de julgamento com a inclusão do processo serve como notificação válida dos interessados acerca das futuras providências que serão adotadas, qual seja, o julgamento. E desde 2009, como já mencionado, foi incluída na Lei n.º 9.873/99 a notificação como causa interruptiva da prescrição da pretensão punitiva.

11. Parece-me claro, porém, que não pode a Administração Pública utilizar-se desse expediente com o único objetivo de interromper a prescrição. Ou seja, somente se o processo estiver, em tese, maduro para o julgamento é que a notificação será considerada válida e suficiente para interromper a prescrição. É isso que se verifica no caso. Quando da primeira inclusão em pauta já havia relatório devidamente elaborado, o que demonstra que a sua inclusão em pauta não teve como fator único e determinante a interrupção do prazo prescricional.

12. Dessa forma, mantendo a minha posição no sentido de que a publicação da pauta de julgamento, a partir do advento da Lei n.º 11.941/2009, tem como consequência a interrupção do prazo prescricional, entendo não ter ocorrido a prescrição da pretensão punitiva no presente feito.

Em relação à interpretação do inciso II do art. 2º, entende-se que ato inequívoco de apuração é um ato administrativo documentado, cuja existência seja indubitosa, e que tenha o objetivo claro de dar impulso ao processo administrativo de investigação, que não se confunde com a intimação do indiciado¹³¹.

131 Conceito extraído do Processo Administrativo Sancionador nº 2005/6926. No mesmo sentido, devem ser arrolados alguns precedentes da CVM: PAS 12/98 (julgado em 20.05.2004); PAS 06/2009 (julgado em 22.03.2011); e PAS 04/2010 (julgado em 23.09.2014). No CRSFN, a questão foi abordada no recente julgamento do Recurso 7542 (377ª Sessão, em março de 2015).

Sobre o tema, assim lecionam Santos, Osório e Wellisch:

[D]essa forma, todas as diligências de cunho investigatório que a autoridade administrativa pratique visando à coleta de elementos probatórios sobre a materialidade do fato e a sua respectiva autoria representam, nos termos da lei, atos inequívocos de apuração e, portanto, são capazes de interromper o fluxo prescricional¹³².

Por outro lado, não se vislumbra a necessidade de ciência do acusado para que o ato administrativo seja considerado um ato inequívoco de apuração, como já decidido pela CVM¹³³ e pelo CRSFN¹³⁴.

Corroborando esse entendimento, transcreve-se excerto de artigo de Covas com o seguinte teor¹³⁵:

A legislação não exige que o ato inequívoco seja de conhecimento do investigado, o que significa dizer que a característica da inequivocidade prescinde do prévio ato pelo investigado. Apenas requer que a sua existência não seja sombreada pela dúvida. A respeito, imperiosa é a lição de João Batista Lopes, quando reproduz o magistério de Carreira Alvim, ao comentar o conceito da expressão “prova inequívoca”, inserta no art. 273, caput, do CPC: “A prova inequívoca deve ser entendida em termos, porquanto se ‘inequívoco’ traduz aquilo que não é equívoco, ou o que é claro, ou o que é evidente, semelhante qualidade nenhuma prova, absolutamente nenhuma, reveste, pois toda ela, qualquer que seja a sua natureza (iuris tanto e iuris et de iure) deve passar pelo crivo do julgador”. Ato inequívoco é, portanto, aquele que “salta aos olhos” quanto à sua evidência.

São, por natureza, inequívocos os atos públicos, cuja realização é ungida

132 SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Jula Sotto Mayor. *Mercado de Capitais – Regime Sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 232-233.

133 Processo Administrativo Sancionador nº SP 2010/178 (julgado em 25.03.2014).

134 Recursos nº 12.799, apreciado na 355ª Sessão de Julgamento (30.07.2013), e 7542, apreciado na 377ª Sessão de Julgamento (24.03.2015).

135 No mesmo sentido, destaco a posição de Santos, Osório e Wellisch: “Além do mais, a prescrição da pre- tensão punitiva estatal se dá em relação a fatos e não a pessoas. A Administração Pública não tem o poder de punir o sujeito A ou B, mas simplesmente tem o poder-dever de punir qualquer eventual infrator da norma. Seria contra- ditório com a própria natureza do inquérito administrativo ou de qualquer investigação preliminar exigir que os atos administrativos de apuração dos fatos para serem considerados como interruptivos do curso prescricional, fossem comunicados aos investigados. Ora, se o inquérito administrativo se destina justamente a “investigar a materialidade e a autoria de fatos que se apresentem, à primeira vista, com características de atos ilegais, em muitos casos, não será sequer possível determinar a pessoa ou todas as pessoas, físicas ou jurídicas, que praticaram ou concorreram para a prática dos atos supostamente ilícitos. Assim, não me parece razoável pretender exigir a bilateralidade do ato inequívoco de apuração se sequer é possível identificar, com precisão, todos os potenciais sujeitos ativos do ato considerado ilícito” (SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Jula Sotto Mayor. *Mercado de Capitais – Regime Sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 231.).

*pela publicidade. São, da mesma forma, inequívocos os atos que chegam ao conhecimento de terceiros, permitindo a realização de prova de sua existência, sem grandes esforços interpretativos*¹³⁶.

Finalmente, defende-se que a interposição de ação judicial visando à obtenção de provas em sede de inquérito administrativo ou de processo administrativo sancionador é causa de suspensão da contagem do prazo prescricional, diante da impossibilidade de a Administração Pública dar continuidade à instrução do processo administrativo sancionador sem a finalização da providência judicial solicitada.

Com efeito, a Lei nº 9.873/99 que dispõe sobre o prazo de prescrição para o exercício da ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, ao tratar da suspensão deste prazo, somente fez referência expressa à vigência dos termos de compromissos celebrados com fulcro nos arts. 53 e 58 da Lei nº 8.884/94 e no § 5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76.

Não obstante, parece juridicamente viável a utilização da analogia¹³⁷ para o deslinde da questão, uma vez que, além de não existirem regras de direito administrativo que contemplem a hipótese ora examinada, a análise dos dispositivos da lei civil e penal que tratam das causas suspensivas da prescrição revela que a ordem jurídica considera, neste ponto, fatores indicativos de restrições sofridas pelo titular do direito no que tange à defesa de seus próprios interesses. No processo civil, a lei considera que a prescrição, em tais situações, não poderia favorecer ao devedor, já que o credor se encontra submetido a restrições verdadeiras (ou legalmente supostas) no tocante à defesa de seus interesses.

Nessa linha, o art. 200 do Código Civil dispõe que quando “a ação se originar de fato que deva ser apurado no juízo criminal, não correrá a prescrição antes da respectiva sentença definitiva”.

O Código Penal, por sua vez, preconiza que a prescrição não corre “enquanto não resolvida, em outro processo, questão de que dependa o reconhecimento da existência do crime” (art. 116, I).

Por conseguinte, depreende-se que a lei determina a suspensão do curso prescricional sempre que o julgamento da questão principal estiver condicionado à resolução de uma questão prejudicial, que assim se apresenta por ser um antecedente lógico e necessário à apreciação do mérito.

A propósito, vale transcrever as lições do professor Magalhães Noronha

¹³⁶ COSTA, Silvânio. A prescrição no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais*, v. 26. São Paulo: RT, 2004, p. 64.

¹³⁷ O Supremo Tribunal Federal, à época em que não havia previsão legal expressa quanto à prescrição no processo disciplinar, assim decidiu no julgamento do RE 78.917: “Aplicam-se às penas disciplinares as normas de prescrição do Direito Penal. O direito administrativo não é infenso à analogia penal”.

que, referindo-se à definição de prejudicialidade, ensina:

*Podemos defini-la como sendo a questão jurídica, que se apresenta no curso da ação penal, versando elemento integrante do crime cuja solução, escapando à competência do juiz criminal, provoca a suspensão daquela ação*¹³⁸.

Assim, com base no princípio da igualdade jurídica, o qual exige que as espécies semelhantes sejam reguladas por normas também semelhantes¹³⁹, o uso da analogia no presente caso justifica-se porque atribui à hipótese não prevista em lei os mesmos motivos e o mesmo fim contemplado pela norma existente. Essa conclusão vai ao encontro do entendimento defendido por Santos, Osório e Wellisch ao abordarem a questão sob o prisma do processo administrativo sancionador:

(...) o ato inequívoco de apuração é a quebra de sigilo que, para ser efetivada, depende da decisão final proferida no processo para tanto ajuizado. Logo, é possível afirmar que a prescrição interrompida com o ajuizamento da ação somente retomará o seu curso quando do último ato processual nela praticado.

*Não poderia a pretensão punitiva estatal restar prescrita pelo fato de a atuação da Administração Pública estar condicionada à manifestação de outro Poder, o Judiciário, que tem, in casu, competência exclusiva para permitir a produção de prova necessária à continuidade do processo administrativo sancionador*¹⁴⁰.

Portanto, o prazo prescricional somente voltaria a fluir após o desfecho da ação judicial, isto é, um pronunciamento definitivo do Poder Judiciário acerca da demanda ajuizada pela Autarquia, para que possa ser dado prosseguimento ao feito.

138 Apud CAPEZ, Fernando. Curso de Processo Penal. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 342.

139 MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e aplicação do Direito*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2003, p. 170-171.

140 SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais: Regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 237.

4.5. A CVM e o Poder Judiciário. Requisição de informações. *Amicus curiae*.

CELSO LUIZ ROCHA SERRA FILHO

PROCURADOR FEDERAL. PROCURADOR-CHEFE DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - PFE-CVM (DESDE 2017). SUBPROCURADOR-CHEFE DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2012-2017). CONSELHEIRO DO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN (2010-2012).

A Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia federal em regime especial instituída pela Lei nº 6.385/76, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária¹⁴¹.

Sendo uma pessoa jurídica de direito público, integrante da Administração Indireta, contava em sua origem com representação judicial, extrajudicial, consultoria e assessoramento jurídico prestados por órgão jurídico próprio.

Com a edição da Lei nº 10.480/02, foi criada a Procuradoria-Geral Federal (PGF), órgão vinculado à Advocacia-Geral da União (AGU), que passou a ser responsável pela representação judicial e extrajudicial das autarquias e fundações públicas federais, pelas respectivas atividades de consultoria e assessoramento jurídicos, apuração da liquidez e certeza dos créditos, de qualquer natureza, inerentes às suas atividades, inscrevendo-os em dívida ativa, para fins de cobrança amigável ou judicial.

Os órgãos jurídicos das autarquias e fundações de âmbito nacional¹⁴² foram transformados em Procuradorias Federais Especializadas, integrantes da estrutura da PGF, nos termos dos § 2º e 3º do art. 10 da Lei nº 10.480/02. Assim, a antiga Procuradoria Jurídica da CVM (PJU) passou a se designar Procuradoria Federal

¹⁴¹ Cf. Livro *TOP – Mercado de Valores Mobiliários*.

¹⁴² A competência para indicar as autarquias e fundações de âmbito nacional foi atribuída ao Advogado-Geral da União (Lei nº 10.480, de 2002, art. 10, §10º), que indicou nesses termos a Agência Nacional de Telecomunicações - ANATEL, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, o Departamento Nacional de Infraestrutura de Transportes - DNIT, a Fundação Nacional do Índio - FUNAI, o Instituto Brasileiro do Meio Ambiente e dos Recursos Naturais Renováveis - IBAMA, o Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária - INCRA, o Instituto Nacional de Tecnologia da Informação - ITI, o Instituto Nacional do Seguro Social - INSS e a Fundação Nacional de Saúde - FUNASA. O Decreto nº 6.100, de 26 de abril de 2007, por sua vez, declarou também o Instituto Chico Mendes de Conservação da Biodiversidade - ICMBio como Procuradoria Federal especializada.

Especializada junto à CVM (PFE-CVM)¹⁴³.

Atualmente, segundo as normas vigentes da AGU e da PGF, a representação judicial da CVM compete, como regra geral, às Procuradorias-Regionais Federais, cabendo à PFE-CVM as atividades de consultoria e assessoramento jurídico da Autarquia, bem como a sua representação judicial nos processos considerados relevantes, e que, a critério do Procurador-Chefe, demandem atuação direta e especializada da própria PFE-CVM.

Assim, e embora as Procuradorias-Regionais Federais tenham atribuição para receber todas as intimações e citações judiciais destinadas à CVM, elas devem ser redirecionadas à PFE-CVM nos casos em esta represente diretamente a Autarquia em juízo.

Aliás, a existência de uma estrutura de representação capilarizada no âmbito da PGF foi um dos fatores que motivou recente decisão do Supremo Tribunal Federal (STF), no âmbito do Recurso Extraordinário nº 627.709/ DF¹⁴⁴. Tendo o STF reconhecido a repercussão geral do aludido recurso, decidiu por negar provimento a ele para estabelecer que as possibilidades de escolha de foro envolvendo a União, previstas no art. 109, § 2º, da Constituição Federal, se estendessem às autarquias federais e fundações.

O ministro relator Ricardo Lewandowski, em seu voto, entendeu que o critério de competência definido pelo art. 109, § 2º, deve ser estendido às autarquias, no intuito de facilitar o acesso à justiça ao jurisdicionado que litiga contra esses entes públicos. O ministro relator ressaltou ainda que, à época do advento da Constituição, as autarquias possuíam representações jurídicas próprias, mas que desde 2002 essa representação judicial e extrajudicial passou a ser feita pela PGF, com unidades de representação em

143 A Medida Provisória nº 2.048-26, de 29 de junho de 2000, criou a Carreira de Procurador Federal, transformando os cargos de Procurador Autárquico, Procurador, Advogado e Assistente Jurídico de autarquias e fundações públicas federais em cargos de Procurador Federal, à exceção dos Procuradores do Banco Central do Brasil.

144 CONSTITUCIONAL. COMPETÊNCIA. CAUSAS AJUIZADAS CONTRA A UNIÃO. ART. 109, § 2º, DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL. CRITÉRIO DE FIXAÇÃO DO FORO COMPETENTE. APLICABILIDADE ÀS AUTARQUIAS FEDERAIS, INCLU- SIVE AO CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA - CADE. RECURSO CONHECIDO E IMPROVIDO.

I - A faculdade atribuída ao autor quanto à escolha do foro competente entre os indicados no art. 109, § 2º, da Constituição Federal para julgar as ações propostas contra a União tem por escopo facilitar o acesso ao Poder Judiciário àqueles que se encontram afastados das sedes das autarquias.

II - Em situação semelhante à da União, as autarquias federais possuem representação em todo o território nacional.

III - As autarquias federais gozam, de maneira geral, dos mesmos privilégios e vantagens processuais concedidos ao ente político a que pertencem.

IV - A pretendida fixação do foro competente com base no art. 100, IV, a, do CPC nas ações propostas contra as autarquias federais resultaria na concessão de vantagem processual não estabelecida para a União, ente maior, que possui foro privilegiado limitado pelo referido dispositivo constitucional.

V - A jurisprudência do Supremo Tribunal Federal tem decidido pela incidência do disposto no art. 109, § 2º, da Constituição Federal às autarquias federais. Precedentes.

VI - Recurso extraordinário conhecido e improvido.

todo território nacional.

Percebe-se pelos debates havidos em plenário que o STF buscou atualizar o significado do disposto no § 2º do art. 109, dando-lhe um sentido mais amplo que o de sua redação literal, para possibilitar que ações contra autarquias federais possam ser ajuizadas, conforme reza o aludido dispositivo, “na seção judiciária em que for domiciliado o autor, naquela onde houver ocorrido o ato ou fato que deu origem à demanda ou onde esteja situada a coisa, ou ainda, no Distrito Federal”.

Como se percebe, o § 2º do art. 109, por se referir em sua literalidade apenas à União, prevê a possibilidade de ajuizamento de ações no Distrito Federal, como consequência lógica do fato de ser este o local da sede do governo federal.

Entretanto, essa lógica não pode ser aplicada nos casos em que nem o autor e nem a autarquia ré sejam respectivamente domiciliados e sediados no Distrito Federal, ou, ainda, não seja a capital federal o local do ato ou fato que deu origem à demanda, ou tampouco seja o local onde esteja situada a coisa objeto do litígio.

Contudo, essa é a hipótese, por exemplo, da Ação Ordinária nº 12419 - 47.2015.4.01.3400, ajuizada no Distrito Federal com base no precedente criado a partir do julgamento do RE 627.709/DF: uma sociedade corretora sediada em São Paulo ingressou com ação no Distrito Federal contra a BM&FBOVESPA(atual B3), também sediada em São Paulo, e a CVM, sediada no Rio de Janeiro.

Conforme sustentado na exceção de incompetência apresentada pela PFE-CVM, a autora pretende dar ao art. 109, §2º, da Constituição Federal alcance que não encontra abrigo nas razões que motivaram o precedente do STF, muito menos no texto constitucional ou na legislação processual vigente. Não há como admitir, nessa hipótese, que o ajuizamento da ação em Brasília seja útil ou necessário para a facilitação do acesso à justiça.

Pelo contrário, percebe-se que a indevida opção processual realizada no caso visa apenas a evitar que o litígio seja analisado por juízes historicamente habituados aos processos que têm por objeto temas relacionados ao mercado de valores mobiliários¹⁴⁵. Sendo a CVM sediada no Rio de Janeiro e a BM&FBOVESPA (atual B3) – bem como grande parte das entidades privadas do mercado de valores mobiliários – sediada em São Paulo, é natural que as varas federais dessas duas capitais e os Tribunais Regionais

145

Conforme reconhecido pelo Ministro Luis Roberto Barroso no julgamento do RE 627709/DF:

“Há uma outra questão que me impressionou mais, talvez quase tenha me levado a uma posição diversa, é a especialização da jurisdição. A vantagem de as demandas contra o CADE serem no Distrito Federal, as demandas contra o INPI serem no Rio de Janeiro, por exemplo, é que se cria um corpo de juizes que têm uma expertise que não é ordinária. Tanto as questões do CADE como as questões de propriedade industrial fazem a diferença. Nos Estados Unidos, como Vossa Excelência bem saberá, é muito comum que as empresas, não importa onde seja a sua sede de negócios, se constituem em Delaware, porque, em Delaware, existe uma jurisdição, um Poder Judiciário especializado em decidir questões empresariais. E isso também confere estabilidade à jurisprudência e segurança jurídica.” (sem grifos no original).

Federais respectivos fiquem responsáveis pelo julgamento das ações que tenham essas pessoas jurídicas como parte ré, de acordo com as regras processuais gerais para fixação de competência judicial¹⁴⁶.

Ademais, não se pode ignorar que, apesar da capilaridade representativa da PGF, os procuradores federais devem ser municiados por subsídios fáticos e documentais fornecidos pela autarquia ré, fato que associado à complexidade de determinados casos, bem como à exiguidade e natureza peremptória de certos prazos judiciais, pode acarretar em ônus indevido para a defesa judicial da entidade representada¹⁴⁷. Basta imaginar, por exemplo, o prazo previsto no art. 2º da Lei nº 8.437/92, segundo o qual no mandado de segurança coletivo e na ação civil pública – dois processos de extrema relevância para a sociedade – a liminar “será concedida, quando cabível, após a audiência do representante judicial da pessoa jurídica de direito público, que deverá se pronunciar no prazo de setenta e duas horas”.

146 Eis a redação do Código de Processo Civil então vigente:

“Art. 100. É competente o foro:

[...]

IV – do lugar:

a) onde está a sede, para a ação em que for ré a pessoa jurídica.

b) onde se acha a agência ou sucursal, quanto às obrigações que ela contraiu.” Vale destacar que o Novo Código de Processo Civil não inovou nesse ponto: “Art. 53. É competente o foro:

...

III - do lugar:

...

a) onde está a sede, para a ação em que for ré pessoa jurídica;

b) onde se acha agência ou sucursal, quanto às obrigações que a pessoa jurídica contraiu;”

147 Conforme preocupação externada pelo Ministro Luiz Fux no julgamento do RE 627709/DF:

“Por outro lado, Senhor Presidente, talvez aqui adotando uma linha teórica um pouco diversa, o processo civil é um processo do Estado juiz. É um substitutivo civilizado da vingança privada. Não é nem o processo do autor, nem o processo do réu, mas, se alguém tem que ser dono do processo, em termos de regras para ser acionado, tem que ser o réu. Por quê? Porque o réu é sujeito do processo e é sujeito ao processo, ainda que ele não queira, pelo exercício do direito potestativo de agir do autor. Então ele é sujeito da lide e sujeito à lide. Ele não tem saída, porque, se ele não se defender, ainda que não tenha nada a ver com aquele litígio, ele sofre os efeitos gravíssimos da revelia. E aqui o Ministro Barroso destacou no seu voto as dificuldades. E ninguém melhor do que Vossa Excelência para conhecer as dificuldades das causas complexas, já que Vossa Excelência notoriamente foi um advogado brilhante das causas complexas. Então essa complexidade talvez esteja na gênese desse dispositivo. Quer dizer, a União, como é muito grande, dificultaria o acesso à Justiça dos cidadãos. Não seria justo isso. Mas, no caso das autarquias, qual é a regra geral da competência territorial? A incompetência de seção da Justiça Federal é competência de território. É fórum onde se discute o litígio. Qual é a regra? O autor segue o foro do réu, actor sequitur forum rei. Por quê? Porque o autor tem que promover a ação onde o réu se defende com menores incômodos. E por quê? Porque o réu não tem saída diante do direito potestativo de agir do autor. Então, em razão dessas colocações rápidas, eu queria pedir vênua a Vossa Excelência para me manter fiel à jurisprudência que nós adotamos no Superior Tribunal de Justiça.” (sem grifos no original)

Outro ponto que merece ser abordado no presente capítulo diz respeito às requisições judiciais que tenham por objeto informações sobre a titularidade de valores mobiliários e/ou a determinação de indisponibilidade, penhora e outros gravames sobre referidos títulos.

Sobre o tema, vale ressaltar que, embora compita à CVM fiscalizar, inspecionar e regulamentar as companhias abertas, sociedades beneficiárias de incentivos fiscais, as instituições prestadoras do serviço de custódia fungível e ações escriturais e demais integrantes do mercado de capitais, inclusive fundos de investimento, não possui a Autarquia, dentre as suas atribuições, a manutenção de sistema próprio para o registro de transferência/propriedade de valores mobiliários.

Não obstante, a CVM sempre foi destinatária de requisições judiciais dessa natureza, situação que tomou proporções consideráveis após a edição da Lei Complementar nº 118/05, que acrescentou o art. 185-A ao Código Tributário Nacional:

Art. 185-A. Na hipótese de o devedor tributário, devidamente citado, não pagar nem apresentar bens à penhora no prazo legal e não forem encontrados bens penhoráveis, o juiz determinará a indisponibilidade de seus bens e direitos, comunicando a decisão, preferencialmente por meio eletrônico, aos órgãos e entidades que promovem registros de transferência de bens, especialmente ao registro público de imóveis e às autoridades supervisoras do mercado bancário e do mercado de capitais, a fim de que, no âmbito de suas atribuições, façam cumprir a ordem judicial.

Como se observa, a lei faz menção ao Banco Central do Brasil (autoridade supervisora do mercado bancário) e à CVM (autoridade supervisora do mercado de capitais), para que essas autarquias façam cumprir as ordens judiciais na hipótese prevista no dispositivo acima transcrito, muito embora a CVM não possua, como visto, sistema próprio de registro de titularidade e/ou transferência de valores mobiliários.

Nesse aspecto, vale lembrar que é responsabilidade dos depositários centrais, custodiantes e escrituradores o adequado e tempestivo tratamento dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários por eles depositados, custodiados ou escriturados, nos termos, respectivamente, do artigo 1º, § 1º, IV, da Instrução CVM nº 541/2013; artigo 1º, § 2º, I, “c”, da Instrução CVM nº 542/2013; e artigo 1º, § 1º, V, da Instrução CVM nº 543/2013.

No início, a CVM repassava fisicamente cada um dos ofícios judiciais recebidos aos participantes do mercado responsáveis pelo efetivo cumprimento das medidas requisitadas, para que esses comunicassem diretamente o juízo requisitante acerca das informações e providências adotadas. Concomitantemente, a CVM informava ao juízo que havia repassado a ordem aos agentes de mercado.

Em maio de 2013 a PFE-CVM encaminhou ofícios dirigidos aos presidentes de todas as cortes judiciais do país, esclarecendo que, em vista do vultoso quantitativo de expedientes judiciais recebidos na Autarquia e como forma de priorizar e agilizar o efetivo cumprimento das decisões judiciais, não mais seria elaborada – após a adoção das providências administrativas para o direcionamento das ordens judiciais – resposta específica e individualizada para todos os ofícios dirigidos à CVM, salvo expressa determinação judicial em sentido contrário.

Com o gradativo e substancial incremento do quantitativo de ofícios judiciais recebidos, a CVM passou a circularizar as requisições judiciais por meio de Ofícios Circulares SMI/GME¹⁴⁸ encaminhados aos endereços de correspondência cadastrados pelos participantes do mercado na CVM. Esses ofícios circulares eram acompanhados de mídia digital contendo a totalidade dos ofícios judiciais recebidos no período considerado.

Atualmente, o atendimento desse tipo de determinação judicial segue o trâmite descrito no OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SMI/Nº 4/2015, nos seguintes termos:

5. Nesse contexto, para facilitar a disponibilização desses Ofícios Judiciais, promover maior efetividade em seu recebimento pelo mercado, e garantir maior segurança ao procedimento, a partir de 1º/7/2015 (“Data de Implantação”), a CVM adotará nova mecânica de transmissão dos Ofícios Judiciais por ela recebidos.

6. Assim, na Data de Implantação, todos os depositários centrais, custodiantes e escrituradores credenciados na CVM para o exercício dessas atividades deverão acessar o link https://sei.cvm.gov.br/login_externo, e, a partir dele, cadastrar duas pessoas responsáveis pelo acesso à nova funcionalidade, com a indicação das seguintes informações:

- i. Nome completo do responsável
- ii. CPF do responsável
- iii. Número de identidade do responsável e respectivo órgão expedidor
- iv. Telefone de contato da instituição pela qual a pessoa responde
- v. Endereço (logradouro, bairro, estado, cidade e CEP) da instituição pela qual a pessoa responde

148

De acordo com a competência definida no art. 19 do Decreto nº 6.382/08.

vi. E-mail de contato da pessoa responsável (deve ser indicado e-mail institucional, e não pessoal. Por exemplo: fulano@ instituicao.com.br).

vii. Cadastramento da senha que será utilizada pelo próprio responsável para acesso ao sistema

viii. Envio de mensagem eletrônica ao endereço gme@cvm. gov.br (assunto “Cadastramento de novo usuário para acesso ao Sistema de Offícios Judiciais”), a ser remetido de qualquer dos e-mails cadastrados em nome da instituição na CVM, com o objetivo de confirmar o responsável em cadastramento como pessoa habilitada a representá-la para fins de acesso ao sistema.

7. Nesse cadastramento inicial, o sistema alertará sobre o encaminhamento à CVM de cópia digitalizada da identidade e CPF do responsável. Este alerta poderá ser desconsiderado, caso tenham sido observadas todas as orientações constantes do item 6 deste Ofício.

8. Em seguida, o cadastramento será validado pela CVM, que então contactará a pessoa responsável com a informação do deferimento da operação ou com pedidos adicionais de informações, conforme o caso.

9. Informamos que já poderão ser consultados nesse novo ambiente todos os Offícios Judiciais recebidos pela CVM a partir de 18/05/2015. Tais arquivos se encontram organizados nesse ambiente em função do dia útil em que foram recebidos pelos protocolos da CVM existentes em suas dependências no Rio de Janeiro, São Paulo e Brasília.

10. Ainda nesse sentido, esclarecemos que todos os Offícios Judiciais de determinada data serão mantidos agrupados em um único arquivo compactado em formato .ZIP ou compatível, para facilitar sua referência, organização, e o próprio processo de download a ser efetuado pelas instituições.

11. Dessa forma, cada arquivo compactado corresponderá à totalidade dos Offícios Judiciais protocolados na CVM na data a que sua denominação se refere. Assim, o arquivo “18/05/2015.zip”, por exemplo, conterá todos os Offícios Judiciais recebidos pelos protocolos da CVM no dia 18/05/2015.

12. Com a instituição da nova sistemática, informamos que será simultaneamente interrompido o encaminhamento dos CDs CVM e, a partir da Data de Implantação, os depositários centrais, custodiantes e escrituradores deverão acessar, diariamente, o novo ambiente e adotar

as providências necessárias ao cumprimento das ordens e requisições contidas nos Ofícios Judiciais.

13. Com a adoção da nova sistemática, a CVM passará a contar com uma nova ferramenta que apresentará importantes evoluções em relação à atual, dentre as quais destacamos:

(1) o acesso aos ofícios judiciais pelos participantes do merca- do poderá ser realizado imediatamente após a disponibilização pela CVM dos documentos, o que garantirá maior agilidade ao processo;

(2) o cadastramento de usuários permitirá à CVM atestar com maior eficácia se as instituições processam adequadamente os ofícios judiciais recebidos pela CVM, em benefício aos esforços de supervisão da Autarquia sobre os participantes;

(3) a operação de cadastramento, além disso, também permite assegurar o acesso, a essas informações, apenas por pessoas legitimadas a processá-las nas instituições prestadoras de serviços de depósito, custódia e escrituração;

(4) a nova mecânica de disponibilização dos ofícios permitirá melhor organização, pela instituição, das consultas e downloads já efetuados, a pesquisa a qualquer tempo de ofícios antigos (desde 18/05/2015), e uma referência mais adequada (uma vez que é indexada por data) dessa documentação, que remonta um volume bastante significativo.

14. Para os custodiantes de valores mobiliários que detenham acesso, na condição de Agentes de Custódia, aos ambientes sob a responsabilidade da BM&FBOVESPA, reforçamos também a necessidade de conhecimento do inteiro teor do 049-2015-DP-Ofício Circular, emitido por aquela entidade ad- ministradora de mercado organizado.

15. Relembremos, como de praxe, que as respostas aos pedidos e ordens disponibilizados pela CVM ao mercado (assim como eventuais pedidos de informação adicionais) devem ser encaminhados diretamente aos próprios juízos ou autoridades solicitantes, sem necessidade delas copiar ou dar ciência à CVM.

A partir da implementação dessa nova forma de comunicação das ordens judiciais, é possível notar um considerável avanço da Autarquia no auxílio que deve prestar ao Poder Judiciário.

No que diz respeito à constituição de gravames e ônus sobre valores mobiliários,

vale destacar que restou bastante simplificada após a edição da Lei nº 12.810/2013. Essa recente lei, seguindo a tendência e as recomendações internacionais acerca do tema, estendeu o depósito centralizado para os demais valores mobiliários e ativos financeiros, até então restrito basicamente às ações emitidas por companhias abertas.

Nos termos do art. 23 da Lei nº 12.810/2013 e do art. 1º, § 1º da Instrução CVM nº 541/2013, o depósito centralizado compreende: (i) a guarda dos valores mobiliários pelo depositário central; (ii) o controle de titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito mantidas em nome dos investidores; (iii) a imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários, pelo investidor final ou por qualquer terceiro, fora do ambiente do depositário central (imobilização); e (iv) o tratamento das instruções de movimentação e dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários depositados, com os correspondentes registros nas contas de depósito.

Especificamente quanto à constituição de ônus e gravames em relação aos ativos objeto do depósito centralizado, dispõe o art. 26 da Lei nº 12.810/2013 que se aplica o previsto no art. 63-A da Lei nº 10.931/04 independentemente da natureza do negócio jurídico a que digam respeito.

A nova lei, portanto, estendeu o regime simplificado de constituição de garantias instituído em 2011 (quando a Lei nº 12.543/2011 incluiu na Lei nº 10.931/2004 o art. 63-A) para todo e qualquer ativo financeiro ou valor mobiliário objeto de depósito centralizado, sem a necessidade de perquirir-se sobre a natureza do negócio jurídico que tenha originado o gravame.

O art. 63-A da Lei nº 10.931/2004, com redação que lhe foi dada pela Lei nº 12.542/2011, estabelece que a:

“constituição de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários em operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos brasileiro, de forma individualizada ou em caráter de universalidade, será realizada, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, exclusivamente mediante o registro do respectivo instrumento nas entidades expressamente autorizadas para esse fim pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, nos seus respectivos campos de competência”.

Assim, e embora tenha facilitado sobremaneira o processo de constituição de garantias sobre ativos financeiros e valores mobiliários, a lei de 2011 também acabou por vincular esse procedimento mais simplificado à natureza da operação, que deveria ser realizada no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos brasileiro, o que adicionava alguma insegurança jurídica ou, no mínimo, uma possibilidade de questionamento quanto à regularidade da constituição da garantia no caso de a

operação, eventualmente, não se enquadrar naquelas mencionadas pelo dispositivo legal.

A Lei nº 12.810/2013, contudo, parece ter resolvido o problema, ao menos para os ativos objeto de depósito centralizado, cujas garantias, independentemente da natureza do negócio subjacente, deverão ser constituídas mediante registro nas correspondentes contas de depósito mantidas pela própria entidade depositária central.

Desse modo, é possível afirmar que, a partir da Lei nº 12.810/2013, não mais se aplicam às ações de emissão de companhias abertas, objeto de depósito centralizado, o disposto nos arts. 39 e 40 da Lei nº 6.404/1976¹⁴⁹.

Permanece aplicável, contudo, “às ações e aos valores mobiliários emitidos com amparo no regime da Lei 6.404, de 15.12.1976, o disposto no seu art. 41”, conforme expressamente prevê o art. 27 da Lei nº 12.810/2013, o que, nada obstante, não parece ter grande relevância prática, na medida em que, como visto, a nova lei foi editada justamente com o objetivo de estender o regime do depósito centralizado, até então vigente apenas para as ações, para os demais ativos financeiros e valores mobiliários.¹⁵⁰

Para finalizar a análise deste item que trata do relacionamento da CVM com o Poder Judiciário, vale tecer algumas considerações sobre a atuação da CVM como *amicus curiae*.

149 Art. 39. O penhor ou caução de ações se constitui pela averbação do respectivo instrumento no livro de Registro de Ações Nominativas. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 1º O penhor da ação escritural se constitui pela averbação do respectivo instrumento nos livros da instituição financeira, a qual será anotada no extrato da conta de depósito fornecido ao acionista.

§ 2º Em qualquer caso, a companhia, ou a instituição financeira, tem o direito de exigir, para seu arquivo, um exemplar do instrumento de penhor.

...

Art. 40. O usufruto, o fideicomisso, a alienação fiduciária em garantia e quaisquer cláusulas ou ônus que gravarem a ação deverão ser averbados:

I - se nominativa, no livro de “Registro de Ações Nominativas”;

II - se endossável, no livro de “Registro de Ações Endossáveis” e no certificado da ação;

III - se escritural, nos livros da instituição financeira, que os anotarà no extrato da conta de depósito fornecido ao acionista.

II - se escritural, nos livros da instituição financeira, que os anotarà no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

Parágrafo único. Mediante averbação nos termos deste artigo, a promessa de venda da ação e o direito de preferência à sua aquisição são oponíveis a terceiros.

150 Sobre o instituto do depósito centralizado, vale consultar WELLISCH, Julia Sotto Mayor. Títulos nominativos: da cártula ao depósito centralizado. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 66, p. 35 – 62, out - dez. 2014.

O *amicus curiae*, expressão latina que significa “amigo da corte”, teve origem no Direito Romano, mas o seu desenvolvimento ocorreu principalmente nos países que adotam o sistema do *common law*, em que a relevância dos precedentes judiciais é destacada pela possibilidade da vinculação de casos semelhantes futuros¹⁵¹.

Como terceiros que não integram diretamente a relação jurídica processual podem ter seus interesses afetados pelo precedente judicial, buscou-se viabilizar a participação de setores representativos da sociedade no processo judicial por meio do *amicus curiae*, com a possibilidade de, assim, ser influenciada a formação da convicção do julgador¹⁵².

Conforme lição de Theodoro Júnior¹⁵³, o *amicus curiae* funciona como um auxiliar do juízo “em causas de relevância social, repercussão geral ou cujo objeto seja bastante específico, de modo que o magistrado necessite de apoio técnico”. Embora não seja parte do processo, é convocado a manifestar-se, ou se dispõe a atuar, como colaborador do juízo, “em razão de seu interesse jurídico (institucional) na solução do feito, ou por possuir conhecimento especial que contribuirá para o julgamento”¹⁵⁴. Sua participação é meramente opinativa, pois não atua em defesa de um indivíduo ou de uma pessoa, mas em razão de interesse que pode ser partilhado difusa ou coletivamente por um grupo de pessoas e que tende a ser afetado pelo que vier a ser decidido no processo. Sua atuação confere maior legitimidade democrática à formação do precedente judicial, o que é levado a efeito por meio da pluralização do diálogo processual com diversos setores da sociedade ou, ainda, com instituições públicas ou o próprio Estado, de cujos interesses se torna adequado representante, em juízo¹⁵⁵.

Embora previsto de forma pioneira no art. 31 da Lei nº 6.385/76¹⁵⁶, o *amicus curiae* somente ganhou relevo na doutrina processualista brasileira com o advento da Lei nº 9.868/99¹⁵⁷, que passou a admitir essa modalidade de intervenção nos processos de ação direta de inconstitucionalidade e ação declaratória de constitucionalidade perante o Supremo Tribunal Federal.

Posteriormente, o *amicus curiae* passou a ser previsto nos casos em que os precedentes judiciais têm o potencial de interferir nos interesses de terceiros não relacionados

151 NETO, Ademar Vidal. Comentários ao Artigo 31. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 653.

152 Idem.

153 THEODORO JÚNIOR, Humberto. Curso de Direito Processual Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 412. v. 1.

154 Idem.

155 Idem.

156 Com a redação dada pela Lei nº 6.616/78.

157 Art. 7º Não se admitirá intervenção de terceiros no processo de ação direta de inconstitucionalidade.

...

§ 2º O relator, considerando a relevância da matéria e a representatividade dos postulantes, poderá, por despacho irrecorrível, admitir, observado o prazo fixado no parágrafo anterior, a manifestação de outros órgãos ou entidades.

diretamente ao litígio, como nos incidentes de uniformização de Jurisprudência dos Juizados Especiais Federais (art. 14, § 7º, da Lei nº 10.259/2001), nos procedimentos que têm por objeto a edição, revisão e cancelamento das súmulas vinculantes do Supremo Tribunal Federal (art. 3º, § 2º, da Lei nº 11.417/2006) e nos processos em que se discute a aplicação da Lei do CADE (Art. 118 da Lei nº 12.529/11), dentre outros.

Atualmente, o *amicus curiae* conta com previsão expressa no art. 138 do Novo Código de Processo Civil, o que representa grande inovação em relação ao diploma processual antecedente, conforme se observa:

Art. 138. O juiz ou o relator, considerando a relevância da matéria, a especificidade do tema objeto da demanda ou a repercussão social da controvérsia, poderá, por decisão irrecorrível, de ofício ou a requerimento das partes ou de quem pretenda manifestar-se, solicitar ou admitir a participação de pessoa natural ou jurídica, órgão ou entidade especializada, com representatividade adequada, no prazo de 15 (quinze) dias de sua intimação.

§ 1º A intervenção de que trata o caput não implica alteração de competência nem autoriza a interposição de recursos, ressalvadas a oposição de embargos de declaração e a hipótese do § 3º.

§ 2º Caberá ao juiz ou ao relator, na decisão que solicitar ou admitir a intervenção, definir os poderes do *amicus curiae*.

3º O *amicus curiae* pode recorrer da decisão que julgar o incidente de resolução de demandas repetitivas.

Vale destacar que o *amicus curiae* encontra-se expressamente previsto no título destinado à intervenção de terceiros, restando assim superado o entendimento do STF manifestado no julgamento da ADIn nº 748 AgR/ RS, segundo o qual o instituto processual em comento não teria natureza jurídica de intervenção de terceiros, mas de mera “admissão informal de um colaborador da corte”¹⁵⁸.

Embora o Novo Código de Processo Civil tenha estabelecido condições e limites à participação do *amicus curiae*, deve-se ter em vista que a modalidade de intervenção a cargo da CVM encontra-se prevista em norma processual de natureza especial, aplicando-se, portanto, o disposto no art. 2º, § 2º, da Lei de Introdução ao Código Civil¹⁵⁹. Eis o que estabelece o art. 31 da Lei nº 6.385/76:

158 ADIn nº 748 AgR/RS, Ministro Relator Celso de Mello, julgada em 01/08/1994. Vale anotar que há divergência doutrinária acerca da natureza jurídica do *amicus curiae*, mas a opção topográfica no Novo Código de Processo Civil parece não ter deixado dúvidas sobre caracterização do instituto como modalidade de intervenção de terceiros.

159 Art. 2º Não se destinando à vigência temporária, a lei terá vigor até que outra a modifique ou revogue.

...

Art. 31 - Nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída na competência da Comissão de Valores Mobiliários, será esta sempre intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, no prazo de quinze dias a contar da intimação.

§ 1º - A intimação far-se-á, logo após a contestação, por mandado ou por carta com aviso de recebimento, conforme a Comissão tenha, ou não, sede ou representação na comarca em que tenha sido proposta a ação.

§ 2º - Se a Comissão oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, será intimada de todos os atos processuais subsequentes, pelo jornal oficial que publica expedientes forense ou por carta com aviso de recebimento, nos termos do parágrafo anterior.

§ 3º - A comissão é atribuída legitimidade para interpor recursos, quando as partes não o fizeram.

§ 4º - O prazo para os efeitos do parágrafo anterior começará a correr, independentemente de nova intimação, no dia imediato aquele em que findar o das partes. (Incluído pela Lei nº 6.616, de 16.12.1978)

Embora a lei mencione que a CVM será “sempre intimada” nos processos que tenham por objeto matéria submetida à sua esfera de competência, a ausência de intimação não acarreta, necessariamente, qualquer nulidade processual¹⁶⁰. Isso porque a decretação de nulidade deve ser considerada medida extrema e excepcional, de acordo com a conjugação do princípio da instrumentalidade das formas com o princípio *pás de nullité sans grief* e o princípio da conservação, previstos respectivamente nos arts. 277, 282, caput e §§ 1º e 2º, e 283, caput e § único, do Novo CPC. Assim, a nulidade processual só deverá ser decretada caso seja constatada grave deficiência na instrução processual, decorrente da ausência de intimação da CVM, com efetivo prejuízo para a própria prestação jurisdicional¹⁶¹.

Conforme assentado pela jurisprudência pátria¹⁶², a intimação da CVM para se manifestar na qualidade de *amicus curiae* não acarreta o deslocamento do feito para

§ 2º A lei nova, que estabeleça disposições gerais ou especiais a par das já existentes, não revoga nem modifica a lei anterior.

160 Nesse sentido: STF - ARE: 795538 PE, Relator: Min. GILMAR MENDES, Julgamento em 28/02/2014; STF - ARE: 720352 PE, Relator: Min. LUIZ FUX, Julgamento em 18/12/2014; STJ - Ag: 1346320, Relator: Ministro BENEDITO GONÇALVES, Data de Publicação: DJ 28/10/2010.

161 NETO, Ademar Vidal. Op. Cit. p. 671.

162 Nesse sentido:

Agravo de instrumento. Sociedade anônima. Demanda voltada a obrigar sociedade de capital aberto a emitir bônus de subscrição ou ações ou a indenizar o investidor autor. Intervenção da CVM na forma do art. 31 da Lei 6.385/76. Decisão

a Justiça Federal, sendo interessante notar que esse entendimento foi incorporado ao tratamento do *amicus curiae* previsto no Novo Código de Processo Civil (art. 138, § 1º).

Além da necessidade de intimação judicial, deve-se atentar para o fato de que a Autarquia apenas se posiciona após o encerramento da fase postulatória do processo judicial, já instruído com as manifestações produzidas pelas partes em litígio, até para que conheça todos os contornos da lide e as versões controvertidas dos fatos antes de apresentar sua manifestação¹⁶³.

O caráter facultativo da manifestação está evidenciado na redação dada ao caput do art. 31, que dispõe que a CVM será intimada para, “querendo”, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos. Uma vez oferecida a manifestação em juízo, deverá a CVM ser intimada dos atos processuais posteriores (§ 2º do art. 31).

Apenas é dado à CVM interpor recurso na condição de *amicus curiae* se as partes não o fizerem. Nessa hipótese, o prazo para interposição de recurso se inicia após o decurso do prazo para as partes, conforme previsto nos §§ 3º e 4º do art. 31 da Lei nº 6.385/76.

Tradicionalmente, a Autarquia se manifesta como *amicus curiae* por meio da Procuradoria Especializada Federal junto à CVM (PFE-CVM). Sendo a CVM entidade da Administração pública federal indireta, a Advocacia-Geral da União (AGU) fornece-lhe orientação e defesa jurídica por meio da PFE-CVM¹⁶⁴, que integra, como visto acima, a estrutura da Procuradoria-Geral Federal, por sua vez vinculada à AGU, nos termos da Lei nº 10.480/02¹⁶⁵.

A PFE-CVM entende ser relevante a sua manifestação como *amicus curiae* nas situações que, além de se inserirem no âmbito de competência da Autarquia, também

que declinou da competência e determinou a remessa dos autos à Justiça Federal. Competência, porém, que é da Justiça Estadual. Não incidência do art. 109 da CF. Decisão reformada. Recurso provido.

(TJ-SP - AI: 22025653120148260000 SP 2202565-31.2014.8.26.0000, Relator: Claudio Godoy, Data de Julgamento: 25/03/2015, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Data de Publicação: 28/03/2015)

163 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais - Regime Jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 264.

164 DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Porto Fabris Ed., 2006, p. 37.

165 Art. 10. À Procuradoria-Geral Federal compete a representação judicial e extrajudicial das autarquias e fundações públicas federais, as respectivas atividades de consultoria e assessoramento jurídicos, a apuração da liquidez e certeza dos créditos, de qualquer natureza, inerentes às suas atividades, inscrevendo-os em dívida ativa, para fins de cobrança amigável ou judicial.

...

§ 2º Integram a Procuradoria-Geral Federal as Procuradorias, Departamentos Jurídicos, Consultorias Jurídicas ou Assessorias Jurídicas das autarquias e fundações federais, como órgãos de execução desta, mantidas as suas atuais competências.

envolvam interesses que ultrapassem a discussão relacionada a direitos disponíveis das partes, ou seja, quando a questão puder apresentar repercussões relevantes em relação ao mercado de valores mobiliários ou ao conjunto dos seus participantes. Assim, haverá interesse na apresentação de manifestação específica como *amicus curiae* quando a PFE-CVM tiver a percepção de que a matéria discutida em juízo tem aptidão para gerar um precedente judicial que, eventualmente, possa afetar o mercado de valores mobiliários como um todo.

Nada obstante, e ainda que se entenda pela ausência de interesse em oferecer parecer de *amicus curiae*, poderá a PFE-CVM prestar esclarecimentos sobre o papel dos participantes do mercado envolvidos na lide, bem como sobre o próprio funcionamento do mercado de valores mobiliários, com indicação das normas especiais aplicáveis. No exercício do papel de *amicus curiae*, poderá a PFE-CVM solicitar subsídios às áreas técnicas da Autarquia para melhor fundamentar seu posicionamento, apresentando manifestação mais abrangente e multidisciplinar sobre o caso. Em todo caso, a manifestação jurídica apresentada em juízo não vincula o Colegiado nem os órgãos técnicos da Autarquia por constituir opinião expedida pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM.

Não obstante a não vinculação do Colegiado da CVM e das áreas técnicas aos termos do parecer apresentado pela PFE-CVM, nos casos que envolvam controvérsia que já tenha sido objeto de decisão final administrativa no âmbito da CVM, a Procuradoria informa tal fato ao juízo competente, bem como fornece, na oportunidade, a documentação pertinente.

Além disso, vale ressaltar que CVM não se alinha com qualquer parte do processo no exercício da função de *amicus curiae*. O ingresso da Autarquia no processo judicial visa apenas a apresentar o seu posicionamento qualificado e técnico acerca da tese e da aplicação da legislação específica que lhe pareçam mais adequadas ao caso.

Nas situações em que a CVM se encontre em eventual conflito de interesses com qualquer das partes no processo judicial em que foi intimada a se manifestar como *amicus curiae* e sendo o conflito referente ao próprio objeto da lide (como ocorre, por exemplo, em casos nos quais a CVM está sendo demandada judicialmente em outro feito com base em fundamentos que guardam relação direta com a questão sobre a qual foi intimada a se manifestar como *amicus curiae*), a Autarquia esclarece ao juízo competente a situação de conflito e se limita a fornecer os elementos acerca do assunto que lhe pareçam úteis à compreensão do caso.

A CVM não se manifesta na condição de *amicus curiae* fora do âmbito judicial, orientação que foi confirmada pelo Colegiado da CVM na apreciação do Processo CVM nº RJ 2004/1838, que tratou de consulta da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - BVRJ sobre a utilização de recursos do fundo de garantia por ela mantido para

pagamento de indenização trabalhista¹⁶⁶.

Finalmente, vale registrar que o Colegiado da CVM, acolhendo posicionamento da PFE-CVM, fixou o entendimento de que não cabe recurso de quaisquer interessados contra o parecer da Procuradoria da CVM apresentado em juízo¹⁶⁷.

166 Em sentido contrário, cabe registrar entendimento de Ademar Vital Neto, segundo o qual seria possível a intimação da CVM para se manifestar como *amicus curiae* nos procedimentos arbitrais da Lei nº 9.307/96 (NETO, Ademar Vidal. Op. Cit. p. 675/678).

167 Nesse sentido, a decisão do Colegiado referente ao Processo CVM nº 2003/7947: "(...) a determinação passada à Procuradoria tem por finalidade otimizar a atuação da CVM na condição de *amicus curiae*, tendo em vista que, através da orientação passada aos magistrados, espera-se obter maior rapidez e qualidade na solução dos litígios entre os participantes do mercado de valores mobiliários, o que vem ao encontro dos objetivos institucionais desta autarquia. Em sua atuação, a Procuradoria, deve, conforme orientação também passada pelo Colegiado, apresentar a ressalva no sentido de que seu opinamento não possui efeitos vinculantes, quer para as demais áreas técnicas da CVM, quer para o próprio Colegiado. (...) De fato, havendo o Colegiado determinado à Procuradoria que exercesse, autonomamente, a competência prevista no art. 31 da Lei nº 6.385/76, e uma vez que tal dispositivo reserva à CVM a prerrogativa de praticar um ato processual nos autos da ação judicial, a ser realizado em um único ensejo, e mais, não prevendo a lei processual a possibilidade de recurso contra esse ato, há que se reconhecer que a CVM exauriu sua competência, quando da apresentação do parecer ora recorrido, não sendo permitido à Autarquia promover qualquer inovação nos autos da ação judicial, como pretende a Recorrente".

5

REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO

JULIAN FONSECA PEÑA CHEDIK

*PROFESSOR DE DIREITO SOCIETÁRIO E DE
REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS DA
PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO.*

*SÓCIO DO ESCRITÓRIO CHEDIK, LOPES DA COSTA,
CRISTOFARO, MENEZES CORTES, SIMÕES ADVOGADOS.*

5.1. Estrutura da Regulação do Mercado no Brasil

A regulação do mercado de capitais, pelo menos com o nível de intervenção estatal que conhecemos hoje, é um fenômeno que se inicia na década de 30 do século passado, nos Estados Unidos da América. Diante das características da economia brasileira, não surpreende que a discussão nem se colocasse aqui antes da década de 1960.

5.1.1. A reforma da década de 1960

Na década de 1960 iniciou-se um esforço para modernizar o mercado financeiro e de capitais brasileiro, daí resultando a edição da Lei no 4.595, de 31 de dezembro de 1964¹, e da Lei no 4.728, de 14 de julho de 1965², iniciando-se a fase em que cabia ao Banco Central do Brasil acumular, dentre suas inúmeras funções, a de regular o mercado de capitais.

Em linhas gerais, com a Lei no 4.728, as instituições que compunham o denominado Sistema Financeiro Nacional passaram a se segmentar, de acordo com suas linhas de crédito, em bancos comerciais (especializados em operações de curto prazo), bancos de investimento (especializados em operações de médio e longo prazo), sociedades corretoras e de crédito imobiliário, instituições públicas ou mistas especiais, caixas econômicas e instituições que financiavam a construção civil. Com a especialização das atividades das instituições financeiras, acreditava-se que suas atividades seriam desempenhadas com maior qualidade e eficiência.

Nesse mesmo período, buscando criar uma cultura de investimento no mercado de capitais, o governo brasileiro concedeu diferentes incentivos fiscais para tornar tais modalidades de investimento mais atrativas, tendo também editado regras obrigando certos tipos de investidores institucionais a dedicar parcela de seus recursos à aquisição de títulos de renda variável, em bolsas de valores.

Essas iniciativas, aliadas ao bom momento que a economia vivia, levaram a uma relevante canalização de recursos da poupança para o mercado de capitais, resultando em um primeiro período de expressivo – mas curto – crescimento do mercado no início da década de 1970³. Tal crescimento, porém, foi interrompido logo em seguida, com a crise da bolsa em 1971 e a subsequente desaceleração da economia brasileira no período das sucessivas crises do petróleo, alta dos juros internacionais e disparada da inflação doméstica.

1 Que, dentre muitas outras coisas, criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil.

2 Visando criar as regras gerais para a regulação do mercado de capitais e estabelecer medidas para seu desenvolvimento.

3 A título de exemplo: Cr\$10 milhões circulavam diariamente na Bovespa (atual B3) no ano de 1969, contra Cr\$2 milhões nos seis meses anteriores; alguns papéis tiveram rentabilidade superior a 400% ao ano; 344 mil operações foram registradas em 1970, quase o dobro do ano anterior; o crescimento médio do PIB entre os anos de 1968 e 1973 foi de 11,1% contra 4,2% referente ao período de 1964 a 1967.

5.1.2. Criação da Comissão de Valores Mobiliários

Prosseguindo em seu esforço de aprimorar o arcabouço legal do mercado de capitais, o governo decidiu criar nova e especializada agência, a quem coubesse regular especificamente o mercado de capitais (ou grande parte dele), em substituição (ou, em alguns casos, em complemento) ao Banco Central do Brasil.

Foi então que se publicou a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, criando-se a Comissão de Valores Mobiliários, órgão até hoje mais diretamente responsável pela regulação do mercado de capitais no Brasil.

Na mesma época foi aprovada a nova lei de sociedades por ações, a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, visando a modernizar a regulação das companhias abertas brasileiras.

Merece também referência a Lei no 10.303, de 31 de outubro de 2001, que, além de alterações pontuais na regulação das sociedades anônimas, fez modificações – a meu ver muito mais relevantes – na regulação do nosso mercado de capitais.

Diversas formas de regulação têm se estruturado no âmbito internacional, cada qual com características próprias em função de particularidades de cada contexto. No Brasil, o sistema de regulação do mercado de capitais é composto por reguladores estatais, entidades de autorregulação por exigência legal (mercados organizados e entidades de compensação e liquidação) e entidades de autorregulação voluntária.

Nesse sistema, os reguladores estatais usualmente editam normas de caráter mais genérico, apontando as bases da regulação e cuidando de normatizar as condutas que, no entendimento do regulador, têm maior relevância para o bom funcionamento do mercado. Como não poderia deixar de ser, a regulação estatal está sujeita a maiores formalidades e, por isso mesmo, nem sempre consegue acompanhar de pronto as mudanças ocorridas no mercado. É louvável a posição do regulador estatal que evita descer a normas mais detalhadas, que podem ficar rapidamente ultrapassadas e merecer frequentes atualizações.

Mas nem sempre a regulação estatal é suficiente para atender às demandas regulatórias⁴. Normas mais detalhadas, mais próximas ao dia a dia dos agentes de mercado, podem se fazer necessárias. É necessário também rapidez na elaboração das normas, que devem acompanhar as contínuas mudanças do mercado, não podendo se tornar um

⁴ Já em 1890, Max Weber escreveu uma série de artigos sobre a regulação das bolsas de valores americana e europeias concluindo que o sistema legal alemão não era eficiente em coibir apostas e especulações em larga escala, especialmente quando comparado às bolsas americana e inglesa. A razão para isso era que, desde essa época, as bolsas americana e inglesa eram reguladas autonomamente por seus próprios regulamentos internos (GUNNINGHAM, Neil; REES, Joseph. *Industry Self-Regulation: An Institutional Perspective*. Law & Policy, v. 19, n. 4, p. 370, out. 1997.).

fator impeditivo de suas inovações⁵.

É para atender a esses casos que a autorregulação complementa o sistema regulatório.

Entende-se que o compartilhamento da atividade regulatória com os agentes privados concilia os objetivos regulatórios com a idéia liberal de eficiência do mercado. A delegação de parte da regulação oferece um equilíbrio regulatório que mantém os importantes benefícios gerados pela competitividade enquanto que a possibilidade de se aumentar os níveis de regulação mantém a integridade e a busca dos objetivos da regulação, para corrigir o que se convencionou universalmente de chamar de falhas do mercado⁶.

Mary L. Schapiro, então Chairwoman e CEO da NASD⁷, que, depois de ter sido CEO da FINRA⁸ chegou a comandar a SEC⁹, resume os principais benefícios da autorregulação em três pontos¹⁰:

- 1) Os autorreguladores privados teriam maior expertise a fim de formular regras práticas, funcionais e efetivas, bem como estariam em uma posição privilegiada para identificar futuros problemas.
- 2) Há economia de recursos pelo setor público, pois na autorregulação é a indústria – e não o contribuinte – que paga pela regulação.

5 “The regulatory framework must be continuously evaluated in light of the changes that are occurring and will occur. The regulatory framework cannot lag behind or act as impediments to market innovations. [...] Self-regulation has proven to be efficient regulation. SROs by their very nature have greater flexibility to adapt regulatory requirements to a rapidly changing business environment. One of the biggest challenges that government faces in devising and administering a statutory oversight framework is to provide an appropriate level of government oversight of SRO activities without encumbering or usurping an SRO's ability to respond quickly and flexibly to changing market conditions and business needs. Self-regulation has also proven to be effective regulation”. “Model for Effective Regulation”, p. 2-3. Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Maio, 2000.

6 “We propose that certain regulatory tasks might be delegated to private parties but that this delegation be reinforced by traditional forms of regulatory fiat – if delegation fails. By delegating certain regulatory tasks to private parties, government can more closely harmonize regulatory goals with laissez-faire notions of market efficiency. The delegated aspects of responsive regulation hold out the prospect of a regulatory equilibrium that retains many of the important benefits of competition while the potential for escalating intervention maintains the integrity and pursuit of regulatory goals to correct market failure”. (AYRES, Ian; BRAITHWAITE, John. Responsive Regulation - Transcending the Deregulation Debate. Oxford: Oxford University Press, 1992, p. 158.). Observo que tenho sérias dúvidas quanto à propriedade da terminologia “falhas de Mercado”, mas tal discussão não é relevante para fins do presente trabalho.

7 National Association Of Securities Dealers.

8 Financial Industry Regulatory Authority.

9 Securities and Exchange Commission.

10 “First, private-sector regulators are able to tap industry expertise to make certain that rules are practical, workable and effective. Also, industry participants often are in the best position to identify potential problems, thus enabling regulators to stay ahead of the curve. Second, private funding is a critical advantage to the self-regulatory model. Hundreds of millions of dollars can be and are spent by SROs on examination, enforcement, surveillance and technology at no cost to the U.S. Treasury. In a self-regulatory system, the industry—not the taxpayers—pays for regulation. Third, unlike governmental laws and rules, self-regulatory standards can extend beyond the legal to the ethical. Perhaps the best example is our rule requiring industry participants to act ‘in accord with high standards of commercial honor and just and equitable principles of trade’. (Testemunho de Mary L. Schapiro perante o “Committee on Banking, Housing and Urban Affairs Securities, Insurance and Investment Subcommittee”, do Senado dos EUA, na “Hearing on Consolidation of NASD and the Regulatory Functions of the NYSE: Working Towards Improved Regulation”. Maio, 2007.)

3) Ao contrário das regras governamentais, os padrões de autorregulação podem ser estendidos além da legalidade, abordando preceitos éticos.

Tal sistema, porém, depende de uma vigorosa e eficiente fiscalização do cumprimento de suas normas, evitando-se que a autorregulação se preste mais aos interesses da própria indústria do que ao interesse público em geral. A existência de potencial conflito de interesses é inerente à existência da autorregulação, cuja efetividade varia muito de acordo com o contexto social e econômico em que está inserida, bem como em função da forma em que é estruturada.

O sistema de autorregulação ganha integridade, garantindo a confiança, tanto do ponto de vista do regulador estatal quanto do investidor, na medida em que seja estruturado de forma a minimizar uma eventual pressão por parte de seus membros, evitando-se que estes utilizem a autorregulação apenas em seu próprio interesse.

Uma forma – em que pese não ser possível garantir sua eliminação por completo – de minimizar tal possibilidade de conflito é a manutenção da independência entre a área de supervisão e a área responsável pela elaboração das normas de autorregulação. Adicionalmente, a participação de membros independentes (não ligados diretamente à indústria) na autorregulação é também eficaz na redução das situações de conflito de interesses.

A autorregulação pode se dar por exigência legal ou em razão da organização voluntária dos agentes de mercado.

No sistema de regulação do mercado de capitais brasileiro, existem entidades de autorregulação por exigência legal, que atuam como órgãos auxiliares do regulador estatal, editando normas mais específicas (mais próximas dos regulados). Essas entidades, usualmente, fiscalizam tanto o cumprimento das normas de autorregulação quanto o das normas emanadas do regulador estatal. Apesar de a autorregulação legal ser exercida pelos próprios regulados, a edição de normas e a prática de determinados atos sujeitam-se eventualmente à aprovação do regulador estatal, o que reduz um pouco a dinamicidade de sua atuação.

Já a autorregulação voluntária é espécie de regulação que se dá de forma absolutamente voluntária, sem ingerência estatal e independentemente de qualquer comando legal. A entidade elabora e fiscaliza o cumprimento de normas de conduta mais detalhadas a partir da livre iniciativa dos membros que a compõem, em função de uma proximidade ainda maior com os regulados, de seu conhecimento específico a respeito do objeto regulado e da maior agilidade na aprovação de suas normas¹¹.

11 Notably, Bearpark and Schulz also rely on norms to make the case for industry self-regulation. They argue that self-regulation is a 'normative institution', and reliance on it will make member companies more responsive to the social values in which these companies are embedded, so this will drive up industry standards. Finally, they suggest that self-regulation may be most effective for this industry because the private security industry 'understands itself better' than does the

A seguir, dado o escopo do presente capítulo, detalhar-se-á um pouco mais como se segmentam essas diferentes formas de autorregulação no mercado de capitais brasileiro.

5.2. Autorregulação decorrente de lei

Apesar da regulação estatal no Brasil já ser bastante abrangente e estruturada, tem-se que o sistema de regulação é complementado por meio da participação de entidades privadas.

Especificamente no que diz respeito à autorregulação decorrente de lei, existe no Brasil a obrigação de que as bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de valores mobiliários, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizem os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas. Tal obrigação decorre da própria Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976. O exercício de tal modalidade de autorregulação se dá hoje, basicamente, no âmbito da B3.

A atual disciplina dessa modalidade de autorregulação está contida na Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, por meio da qual a Comissão de Valores Mobiliários define as regras que tal autorregulação deve adotar.

Dentre tais regras está a obrigatoriedade de prestação de contas periódica ao regulador estatal pela área de autorregulação das atividades por ela desempenhadas, informando inclusive o resultado das fiscalizações realizadas e a eventual instauração de processos. Trata-se, claramente, do exercício de uma função – como diz a própria lei – auxiliar à do regulador estatal.

Em termos práticos, a autorregulação decorrente de lei (e isso ocorre não só no Brasil) ganha contornos de um reforço ao enforcement estatal. A entidade de autorregulação fiscaliza não só suas próprias normas, mas também aquelas emanadas do regulador. Aliás, em alguns ordenamentos (ainda que não sempre no brasileiro) as próprias

government, so it can do a better job in applying targeted sanctions to ensure good behavior". (DE NEVERS, Renée. Trust but verify? The effectiveness of self-regulation for the private security industry, p. 22. Agosto, 2008.

"Industry practitioners, it is argued, have more expertise and technical knowledge than public officials and are more able to foster contacts within the industry and keep knowledge up-to-date. Practical rules are more easily developed which can lead to greater effectiveness and compliance. Closely related is efficiency, it is argued that there will be lower costs in obtaining information. Disputes are also more likely to be settled informally without recourse to the law or to the quasi legal processes of a governmental regulatory agency. From the state's perspective regulation is also more efficient as the regulatory costs are borne by the industry rather than by the state. Self-regulation nevertheless is generally preferred by industry as they have more autonomy and freedom from state intervention". (BARTLE, Ian; VASS, Peter. Self-regulation and the regulatory state - A survey of policy and practice, p. 7. Centre for the Study of Regulated Industries, University of Bath School of Management. Outubro, 2005.)

normas da entidade de autorregulação dependem, na prática ou em teoria, da chancela do regulador estatal.

5.3. Autorregulação voluntária

Convivendo com a regulação estatal, e com a autorregulação decorrente de lei, existem no Brasil casos de autorregulação voluntária, ou seja, hipóteses em que os agentes de mercado resolveram, sem qualquer determinação legal, criar regras a serem observadas por eles próprios.

Diversas entidades possuem códigos de ética e recomendações a seus participantes, extremamente úteis para aprimorar as práticas do mercado.

Existe também o caso da ANBIMA, que possui uma área de autorregulação que conjuga a elaboração de regras de conduta com a fiscalização de seu cumprimento pela própria entidade, aplicando-se penalidades após processo em que se verifique o descumprimento de tais regras.

Apesar do seu caráter voluntário e da falta de ingerência estatal sobre as atividades desenvolvidas pelo autorregulador, não há prejuízo à eficácia de suas normas. Por se tratarem de regras que os próprios agentes de mercado elaboram e às quais voluntariamente aderem, as sanções aplicadas (ou os termos de compromisso celebrados) têm altíssimos níveis de aceitação¹². A título de exemplo, não há hoje notícia de que algum membro da ANBIMA, ou qualquer entidade aderente a seus códigos, tenha buscado revisão judicial das decisões da ANBIMA, ou das normas por ela elaboradas.

5.4. Benefícios, críticas e limitações

5.4.1. Benefícios para o regulador estatal

Os benefícios para o regulador estatal são evidentes. Limitado em seus recursos (humanos e financeiros) o regulador conta com os recursos de entidades privadas para

12 “A second, off-cited virtue of self-regulation is that the professional body will have a special knowledge of what regulated parties will see as reasonable in terms of obligations. This allows standards to be set in a realistic manner – one that produces ‘identification’ with the rules and higher levels of voluntary compliance than is possible with outside-driven rules. Misjudging levels of rule accountability leads, say proponents of self-regulation, to low levels of voluntary compliance, high state enforcement costs and inefficient controls”. (BALDWIN, Robert; HUTTER, Bridget; ROTHSTEIN, Henry. *Risk Regulation, Management and Compliance* - A report to the BRI Inquiry, p. 39. The London School of Economics and Political Science.)

o aprimoramento do sistema regulatório, aí considerada também a autorregulação¹³.

O regulador estatal pode se limitar a interferir na esfera da autorregulação apenas na medida em que o autorregulador não cumpra com o seu papel. Isso possibilita ao regulador focar sua atuação nas áreas de maior risco¹⁴.

Além de transferir parte relevante dos custos incorridos pelo regulador estatal, quando realizada de forma adequada, a autorregulação leva a regras eficientes com alto nível de aceitação e obediência, implementadas no momento adequado, acompanhando as mudanças do mercado. A autorregulação, portanto, não deve ser vista como uma forma de ausência de regulação, mas sim como mais um elemento da própria regulação¹⁵.

5.4.2. A questão do conflito de interesses

Um ponto que não pode deixar de ser abordado quando se discute autorregulação é a crítica usualmente feita quanto à potencial existência de conflito de interesses no processo de autorregulação, especialmente quando ela é voluntária e, portanto, sem estar submetida a uma supervisão estatal direta.

Como já aqui se disse, a possibilidade de conflito de interesses é inerente à própria autorregulação. O que define se tais conflitos reduzirão a eficiência da autorregulação é a forma como eles são tratados, já que é impossível evitá-los.

No modelo da ANBIMA, por exemplo, buscou-se dar tratamento a tais questões por meio da independência – tanto quanto possível – entre (i) as áreas que elaboram as normas, (ii) as áreas que supervisionam seu cumprimento e (iii) as áreas que aplicam as penalidades, as quais também se beneficiam da inclusão de membros independentes (na sua maioria) nos órgãos responsáveis pelo julgamento das infrações às normas de autorregulação.

Mas, possivelmente, o aspecto que melhor resolve essa questão é a proximidade do regulador estatal. Como quase todos os aspectos que são objeto da autorregulação

13 “First of all, we are dealing with rules which, owing to the great technicality of the matter at issue, need suitable and up-to-date knowledge and experience in the field. Even if, on principle, the State cannot be excluded from the rule making process, it should be ready to put money in training people and in what would make such training possible. The State easily avoids such costs by entrusting the participants themselves with the rule making process”. (DE MINICO, Giovanna. A Hard Look At Self Regulation in U.K. *European Business Law Review*, n. 1, p. 3, 2006.)

14 “The statutory regulator should step in only if a self-regulatory organization shirks its responsibilities and allows its members to endanger customer funds or engage in fraud, manipulation and other illegal conduct. This would allow the statutory regulator to focus its limited resources where there is the most risk, rather than creating an unnecessary layer of review and regulation”. (*Model for Effective Regulation - Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, p. 9. Maio, 2000.)

15 “When properly implemented, self-regulation can lead to efficient rules, wide compliance with and acceptance of those rules, timely adjustment of rules to meet changing conditions, and flexible and effective enforcement of rules. Furthermore, self-regulation can lead to significant cost savings for governments by shifting the costs of regulation to the regulated bodies. Self-regulation is not a form of “deregulation” it is an important part of a model of efficient and broad-based regulation”. (*Model for Effective Regulation - Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, p. 13. Maio, 2000.)

voluntária no Brasil poderiam, ao menos em tese, ser tratados pelo regulador estatal, caso se verifique que a autorregulação está se dando de forma ineficiente – seja em razão do mau tratamento de situações de conflito de interesses, seja por qualquer outra razão – o poder público tem como trazer para si a regulação da área em que julgue estar a ineficiência se manifestando. Lembre-se que, no Brasil, ao contrário do que ocorre em outros países, a autorregulação se desenvolveu em conjunto com o fortalecimento do regulador estatal, que não perdeu atribuições, não se fazendo necessária mudança legislativa para que o regulador decida interferir em alguma área que, em dado momento, esteja a cargo de autorreguladores.

A existência dessa possibilidade – ocupação pelo regulador estatal da área até então ocupada pelo autorregulador – constitui forte incentivo a que o autorregulador busque dar tratamento a suas eventuais ineficiências, inclusive no que diz respeito a situações onde ocorra conflito de interesses.

5.4.3. Limites da autorregulação

Há que se notar, também, que, apesar de já estar em funcionamento há algum tempo, certos aspectos da autorregulação no Brasil, mesmo a voluntária, ainda não foram testados.

Tome-se mais uma vez o exemplo da autorregulação voluntária mais desenvolvida entre nós, a da ANBIMA. Todos os associados da ANBIMA, assim como os aderentes aos seus códigos, assumem contratualmente a obrigação de observar não só as normas a eles impostas, mas também a aceitar as penalidades que lhes venham a ser aplicadas após um processo administrativo interno.

O questionamento judicial de decisões da ANBIMA no âmbito de seus processos internos é baixíssimo. Esse fato certamente decorre, ao menos em parte, da credibilidade do processo de autorregulação conduzido pela associação, mas também devem pesar outros fatores.

A ANBIMA pode aplicar penalidades a seus associados que chegam à proibição do uso do selo, ou até mesmo à exclusão da associação. Esses elementos coercitivos são muito fortes, já que, em termos práticos, têm como efeito tornar inviável a participação do agente de mercado em qualquer operação.

Parece claro que a efetividade da autorregulação, em tais moldes, é maior em relação a infrações realizadas por parte de instituições que pretendam permanecer em atuação. Em situações, porém, em que o processo de autorregulação atinge instituição que está se afastando do mercado (seja em razão de infrações graves que levem o regulador estatal a proibir sua atuação, ou em razão da insolvência da instituição), o poder coercitivo do autorregulador se reduz substancialmente. Em tais casos se

faria necessário buscar a via judicial para fazer valer a decisão tomada no âmbito do processo de autorregulação. E é isso que, ainda que sob o ponto de vista teórico seja possível, ainda não está plenamente testado.

Há que se dizer também que, em tais casos, normalmente mais graves, dificilmente qualquer autorregulador, seja ele voluntário ou exercendo sua atividade em decorrência de comando legal, conseguiria substituir a atuação do regulador estatal.

Essa é mais uma razão pela qual a autorregulação (voluntária ou não) deve atuar em complemento à regulação estatal.

5.5. Breves conclusões

O que o modelo brasileiro parece demonstrar é que a autorregulação, normalmente associada a sistemas com baixa regulação estatal, pode, sim, conviver com a existência de um modelo de ampla intervenção estatal, como é o brasileiro.

A maior dificuldade é tentar definir com base em modelos teóricos os papéis de cada esfera da regulação: a estatal, a autorregulação decorrente de lei e a autorregulação voluntária. O alcance de cada modalidade de regulação pode apenas ser verificado com o exame, na prática, daqueles aspectos que podem ser melhor regulados pelos diferentes reguladores ou autorreguladores.

A história da regulação de mercado no Brasil gerou a estrutura de regulação de mercado que temos hoje. Trata-se de modelo institucional que decorreu muito mais da prática do que de planejamentos acadêmicos ou puramente teóricos. No meu entendimento, isso é positivo, e a eficiência do modelo deve ser analisada tendo em vista os resultados práticos obtidos até o momento.

Tais resultados podem ser vistos sob duas perspectivas: (i) se o mercado vem respondendo melhor à estrutura regulatória existente, e (ii) se a estrutura é flexível o suficiente para se adaptar às mudanças do mercado, mantendo-se eficiente.

Não cabe, no presente estudo, buscar esgotar essas perspectivas, mas parece haver razoável consenso no Brasil de que a experiência é positiva, ao menos no que diz respeito à estrutura regulatória nacional. Voltarei a esse tema ao tratar da autorregulação da ANBIMA.

Enfim, ainda que sempre exista o que aprimorar, o acima exposto parece confirmar o acerto do modelo brasileiro de regulação, em que convivem um regulador estatal forte e autorreguladores decorrentes de lei e voluntários, atuando em complementaridade, ainda que, por vezes, sem relação estrita de subordinação.

5.6. O modelo ANBIMA de autorregulação

5.6.1. Breve histórico

Na década de 1980 do século passado, os altos índices inflacionários, conjugados à necessidade cada vez maior de recursos pelo Estado brasileiro, não ofereciam condições ideais para que o investidor brasileiro buscasse modalidades de investimento de longo ou mesmo médio prazo.

Foi nesse período que se iniciou o processo pelo qual a indústria de fundos de investimento – como instrumento que permitia ao investidor proteger-se contra a inflação – passou a estar cada vez mais presente no dia a dia do indivíduo comum.

Com o crescimento da indústria de fundos, aumentou a importância das instituições que desenvolviam a atividade. A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA (então denominada ANBID¹⁶) – foi criada como órgão de representação dessa classe. Por exemplo, diante da realidade de que os investidores preferiam aplicar seus recursos em operações de curto prazo, passou a defender a possibilidade de os bancos de investimento poderem realizar operações em outros segmentos. Ou, ainda, diante dos altos níveis de endividamento do Estado brasileiro (e das sociedades por ele controladas) com as instituições associadas à ANBIMA, esta tomou a frente da renegociação das dívidas de tais entidades perante o sistema financeiro.

Iniciou-se também, por essa época, a produção e divulgação pela instituição de análises estatísticas sobre os fundos de investimento, mantendo bancos de dados sobre a indústria que, hoje, são usados até mesmo pelas autoridades reguladoras.

Ao final da década de 1980, porém, pareceu evidente que, ao menos no Brasil, o sistema de especialização das instituições financeiras não estava atingindo os resultados pretendidos, até porque estavam se formando os chamados conglomerados financeiros (que, por meio de estruturas societárias ou operacionais, controlavam diferentes instituições que atuavam nos mais diversos segmentos de mercado).

Reconhecendo tal realidade, a partir de 1988 passou-se a permitir no Brasil a criação

¹⁶ Para fins do presente estudo, trataremos a antiga Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ou ANBID) como a antecessora direta da ANBIMA. Na verdade, a ANBIMA é o resultado da junção, em 2009, das atividades da ANBID com as da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ou ANDIMA). Ainda que muitas das funções da ANDIMA fossem de grande importância, ao se tratar da questão da autorregulação, foi o modelo ANBID que prevaleceu no âmbito da nova ANBIMA, mesmo para matérias que se encontravam anteriormente sob a égide da ANDIMA. Como este trabalho trata de autorregulação, e para facilitar a compreensão de como ela se desenvolveu, optei por simplificar a exposição, concentrando-a no modelo ANBID-ANBIMA, já que o antigo modelo ANDIMA de autorregulação foi superado pela prática.

de bancos múltiplos, instituições que poderiam atuar diversificadamente com carteiras comercial, de investimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento.

Tal alteração na estrutura do Sistema Financeiro Nacional fez com que a ANBIMA mudasse sua atuação. Não mais se justificava que ela atuasse como representante dos bancos de investimento. Fazendo uso da credibilidade acumulada nas décadas anteriores, ela começou o processo de se tornar uma entidade representativa das instituições em geral que atuavam no mercado de capitais, independentemente da forma jurídica adotada.

Com isso, o foco da atuação da entidade foi gradualmente se alterando do sujeito para o objeto. A associação passou a se preocupar com o produto que estava sendo oferecido ao investidor, independentemente de quem o estivesse oferecendo.

Para tanto, a ANBIMA criou comissões especializadas, como a Comissão de Fundos de Investimento, na qual foi desenvolvida a ideia de segregação nas instituições financeiras entre a área de tesouraria e de administração de recursos e a então denominada Comissão de Mercado de Capitais, que cuidava de temas pertinentes às ofertas públicas no mercado de capitais.

Com a estabilidade da moeda finalmente alcançada em 1994, a evolução do processo de privatização iniciado poucos anos antes e a abertura da economia, uma nova realidade começou a se apresentar.

Ficou cada vez mais evidente a necessidade de que os produtos – e os agentes – do mercado se adequassem aos padrões internacionais, para ganharem competitividade global.

Em função de seu interesse e conhecimento técnico específico, a ANBIMA passou a participar de forma cada vez mais relevante nas discussões referentes ao aprimoramento da regulação.

Foi nesse momento que os associados da ANBIMA perceberam que, graças à reputação que a associação havia acumulado (tanto em razão da legitimidade que ela havia conquistado diante da indústria após décadas de representação de seus interesses como em razão da credibilidade adquirida perante as autoridades estatais), poderia ela mesma, de forma mais ágil, editar e fiscalizar o cumprimento de normas que contemplassem os padrões que fariam a indústria se equiparar aos concorrentes internacionais.

Uma vez que a incorporação de padrões internacionais incentivaria a elevação da qualidade, credibilidade e competitividade, consequentemente favorecendo o desenvolvimento do mercado de capitais, tudo levava a crer que a entidade contaria

com o amplo apoio dos seus membros, do regulador estatal e do mercado.

Surgia assim a autorregulação da ANBIMA, visando a promover o aumento da qualidade dos produtos e serviços prestados no mercado de capitais por seus membros, sem qualquer intervenção estatal.

Em 1998 foi editado o primeiro código de autorregulação da ANBIMA, pertinente às ofertas públicas de distribuição e aquisição de valores mobiliários, que passou a exigir a elaboração de prospectos com maior profundidade de informações. Por exemplo, exigiu-se a inclusão de seção dedicada a fatores de risco, a análise de demonstrações financeiras da companhia, o histórico dos valores mobiliários lançados e uma relação de pendências judiciais e administrativas.

A instrução da Comissão de Valores Mobiliários que regulamentava as ofertas públicas datava de 1980, e a autarquia somente passou a exigir em 2003 os quesitos demandados desde 1998 pela autorregulação, em um exemplo de como a autorregulação se antecipou à regulação estatal. Mesmo com a atualização da regulação estatal, este código da ANBIMA, como todos os outros hoje existentes, continua sendo revisto periodicamente.

No ano de 2000 foi lançado o código de autorregulação para os fundos de investimento, mais uma vez introduzindo antes da regulação estatal determinados conceitos então inexistentes, como a exigência de se produzir prospecto com as informações relevantes do fundo e parâmetros para a publicidade da rentabilidade passada.

Com a implementação dos códigos de autorregulação e a consequente sofisticação dos produtos e serviços disponíveis, a associação verificou que os profissionais da rede de distribuição precisavam ser suficientemente qualificados para orientar os investidores adequadamente, caso contrário o avanço seria inútil. A entidade lançou então o Programa de Certificação Continuada, instituindo regras e padrões de conduta mais rígidos do que aqueles prescritos pela regulação estatal, com o objetivo de capacitar os agentes de mercado que interagem com os investidores e incentivar a adoção de práticas equitativas e uniformes. O respectivo código foi lançado em 2002.

Seguiram-se o código para os serviços qualificados de custódia e controladoria (em 2004) e para a prática de private banking (em 2006).

Em reconhecimento da relevância do papel da ANBIMA no sistema de regulação do mercado de capitais brasileiro, por indicação da Comissão de Valores Mobiliários, a associação passou a integrar em 2005 a IOSCO – International Organization of Securities Commissions.

Prosseguindo no aprimoramento de sua autorregulação, a ANBIMA lançou no ano de

2008 um código que unificou todas as normas processuais¹⁷ que antes se encontravam esparsas nos seus demais códigos, o que garantiu a seus membros maior segurança jurídica, observando-se o direito ao devido processo legal, contraditório e à ampla defesa ao longo de seus processos.

No mesmo ano, a ANBIMA celebrou dois convênios com a Comissão de Valores Mobiliários, surgindo a situação de se ter, em decorrência de um de tais convênios, um autorregulador voluntário que, por obrigação de natureza contratual (e não legal), submete parte de sua atividade à supervisão do regulador estatal.

O convênio que prevê tal supervisão decorreu da Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008¹⁸, e permitiu que as instituições participantes¹⁹ da ANBIMA realizassem registro simplificado da oferta pública de determinados valores mobiliários, desde que a própria ANBIMA realizasse análise prévia dos documentos. Em decorrência de tal análise prévia, a Comissão de Valores Mobiliários admitiu submeter-se a prazos mais reduzidos na análise da documentação de ofertas públicas.

Já o outro convênio explicita a intenção da ANBIMA e da Comissão de Valores Mobiliários aproveitarem, reciprocamente, os termos de compromisso e as penalidades aplicadas no âmbito de seus processos, quando relacionados aos mesmos fatos, a exemplo do que já ocorria entre a Comissão de Valores Mobiliários e as entidades de mercado de balcão organizado ou as bolsas de valores.

Com a junção das antigas ANDIMA e ANBID em 2009, para formação da ANBIMA com a atual configuração, consolidou-se o papel da entidade como autorreguladora das instituições participantes do mercado de capitais nacional. A partir daí diversos outros códigos foram editados, outros foram alterados e consolidados, tendo-se hoje os seguintes códigos (chamados de códigos de regulação e melhores práticas, e não mais códigos de autorregulação):

- 1) Código de Fundos de Investimento;
- 2) Código de FIP e FIEE (elaborado em conjunto com a ABVCAP);
- 4) Código de Ofertas Públicas;
- 5) Código de Atividades Conveniadas;

¹⁷ Hoje, todos os Códigos ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas têm seus processos conduzidos por esse Código de Processos da ANBIMA, à exceção apenas do Código de FIP e FIEE que, elaborado em conjunto com a ABVCAP, possui determinações processuais próprias, ainda que construídas a partir do modelo do Código de Processos da ANBIMA.

¹⁸ De acordo com o art. 6º da referida Instrução: “a CVM poderá celebrar convênios para adoção do procedimento de registro simplificado com entidades auto-reguladoras que, a juízo da Autarquia, comprovem ter estrutura adequada e capacidade técnica para o cumprimento das obrigações previstas na presente Instrução”.

¹⁹ Instituições que sejam associadas à ANBIMA ou que tenham aderido a seus Códigos mediante o competente termo de adesão.

-
- 6) Código para o Novo Mercado de Renda Fixa;
 - 7) Código de Private Banking;
 - 8) Código de Gestão de Patrimônio;
 - 9) Código de Certificação;
 - 10) Código de Varejo;
 - 11) Código de Negociação de Instrumentos Financeiros;
 - 12) Códigos de Serviços Qualificados; e
 - 13) Código de Processos.

5.6.2. Natureza da Autorregulação ANBIMA

Não se irá repetir aqui o estudo em que apresentei as distinções entre as diferentes formas de regulação.

Basta lembrar que, convivendo com a regulação estatal, e com a autorregulação decorrente de lei, existem no Brasil casos de autorregulação voluntária, ou seja, hipóteses em que os agentes de mercado resolveram, sem qualquer determinação legal, criar regras a serem observadas por eles próprios.

Diversas entidades possuem códigos de ética e recomendações a seus participantes, extremamente úteis para aprimorar as práticas do mercado, como era o caso da antiga ANDIMA.

Existem também casos como o da ANBIMA, que possui uma área de autorregulação que conjuga a elaboração de regras de conduta com a fiscalização de seu cumprimento pela própria entidade, aplicando-se penalidades após processo em que se verifique o descumprimento de tais regras.

Conforme coloquei na parte geral deste capítulo, apesar do seu caráter voluntário e da falta de ingerência estatal sobre as atividades desenvolvidas pelo autorregulador, não há prejuízo à eficácia de suas normas. Por se tratarem de regras que os próprios agentes de mercado elaboram e às quais voluntariamente aderem, as sanções aplicadas (ou os termos de compromisso celebrados) têm altíssimos níveis de aceitação²⁰. A título

²⁰ "A second, off-cited virtue of self-regulation is that the professional body will have a special knowledge of what regulated parties will see as reasonable in terms of obligations. This allows standards to be set in a realistic manner – one that produces 'identification' with the rules and higher levels of voluntary compliance than is possible with outside-driven rules. Misjudging levels of rule accountability leads, say proponents of self-regulation, to low levels of voluntary compliance, high state

de exemplo, não há hoje notícia de que algum membro da ANBIMA, ou qualquer entidade aderente a seus códigos, tenha buscado revisão judicial das decisões da ANBIMA, ou das normas por ela elaboradas.

Como, porém, se operacionaliza tal autorregulação voluntária? E de que forma se enfrenta a sempre tal falada questão do conflito de interesses? É o que se passará a explicar a seguir.

5.6.3. Estrutura organizacional da autorregulação ANBIMA: elaboração das normas, supervisão do mercado e exercício da atividade sancionadora

A ANBIMA possui uma estrutura segregada para o exercício de suas atividades de representação e de supervisão, buscando minimizar eventuais conflitos de interesses.

A representação dos interesses dos associados perante as autoridades é desempenhada pela Diretoria da ANBIMA, em conjunto com as comissões de representação²¹. Referidas comissões, que são compostas, cada uma, pelos participantes de determinado segmento específico do mercado de capitais, mantêm a Diretoria a par das necessidades da indústria e prestam assessoria técnica na adoção de medidas que possam promover a elevação da qualidade dos serviços prestados no mercado relevante.

Já as atividades de supervisão são desenvolvidas por conselhos de autorregulação, comissões de acompanhamento²² e áreas técnicas, específicos para cada atividade. As comissões e áreas técnicas são subordinadas aos respectivos conselhos de autorregulação, que são responsáveis pela supervisão dos associados (e das entidades que tenham aderido aos códigos), instauração e condução de processos e aplicação de penalidades (ou celebração de termos de compromisso) em função do descumprimento das normas de autorregulação da ANBIMA.

Elaboração das normas

O processo de elaboração das normas a serem seguidas pelos associados e demais instituições participantes normalmente se inicia nas Comissões de Representação. Ou seja, é o próprio mercado que propõe as normas de conduta que, ao seu ver, devem ser observadas por todos os seus integrantes.

enforcement costs and inefficient controls". (BALDWIN, Robert; HUTTER, Bridget e ROTHSTEIN, Henry. Risk Regulation, Management and Compliance - A report to the BRI Inquiry, p. 39. The London School of Economics and Political Science.)

21 "Atualmente a ANBIMA possui Comissões de Representação referentes a Assuntos de Tesouraria, Finanças Corporativas, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos de Renda Fixa e Multimercados, Mercado, Produtos de Tesouraria, Representação do SELIC, Distribuição de Produtos de Varejo, Fundos de Ações, Fundos de Investimento em Participações, Gestão de Patrimônio, Private Banking, Produtos Imobiliários e a Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais.

22 Com exceção da área de Certificação Continuada, que é composta somente por um conselho de autorregulação e uma área técnica.

Com base em tais sugestões, a Diretoria da ANBIMA, composta por integrantes eleitos pela assembleia geral da associação, é responsável pela proposição ou posterior alteração das normas a serem adotadas.

Em seguida, as normas são colocadas em audiência pública, etapa em que as instituições participantes encaminham seus comentários e sugestões para a apreciação da Diretoria.

A norma é então submetida à aprovação da assembleia geral, para deliberação das associadas.

Poderão ser associadas as seguintes instituições, cujas admissões estarão sujeitas à aprovação da Diretoria, observadas as normas estabelecidas pelo Conselho de Ética:

- a) bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos com carteira comercial, bancos múltiplos com carteira de investimentos, caixas econômicas, bancos de desenvolvimento, corretoras de títulos e valores mobiliários, e distribuidoras de títulos e valores mobiliários autorizados a funcionar pelo Banco Central do Brasil;
- b) administradoras e gestoras de recursos de terceiros, registradas perante a Comissão de Valores Mobiliários; e
- c) as instituições financeiras ou não financeiras que não estão acima listadas, que comprovadamente prestem serviços financeiros a terceiros e que sejam consideradas de interesse pela associação.

Serão também associadas as instituições que em 18 de setembro de 2009 integravam os quadros da ANDIMA ou da ANBID.

Note-se que as normas de autorregulação da ANBIMA não estão sujeitas a qualquer aprovação por parte da Comissão de Valores Mobiliários²³.

Supervisão do mercado

A ANBIMA supervisiona o cumprimento, pelas instituições participantes, de suas normas de autorregulação relativas a fundos de investimento e ofertas públicas de distribuição e aquisição de valores mobiliários, mediante a análise dos respectivos documentos, após o registro na Comissão de Valores Mobiliários²⁴. No caso dos fundos de investimento, a supervisão continua sendo realizada mediante o uso de determinados filtros, mesmo após o seu registro inicial de funcionamento.

23 Apenas na implementação do convênio de que cuida a Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, está a ANBIMA obrigada a submeter algumas regras à aprovação da Comissão de Valores Mobiliários, mas tal obrigação não decorre de lei, mas sim do contrato - o convênio - celebrado pela ANBIMA com o regulador.

24 Em razão do mesmo convênio de que cuida a Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, no caso dos registros que venham a ser solicitados pelas instituições participantes fazendo uso do procedimento simplificado, a análise do atendimento às regras de autorregulação ocorre antes, e não depois da concessão do registro pela Comissão de Valores Mobiliários.

Ela autoriza a veiculação do “Selo ANBIMA”, que atesta que determinado fundo de investimento ou oferta pública está sujeito às exigências impostas pelas suas normas de autorregulação.

A associação supervisiona a prestação de determinados serviços pelas instituições participantes (autorizando a veiculação de “Selo ANBIMA” que, neste caso, representa o compromisso da instituição de cumprir as regras da associação) e de seus fundos de investimento, a partir da análise de documentos e informações que devem ser enviadas periodicamente à ANBIMA.

A ANBIMA ainda recebe e apura denúncias, e, no caso da prestação de serviços de custódia qualificada e controladoria, conduz supervisões anuais in loco.

É também realizada a supervisão das instituições participantes e seus empregados através do Programa de Certificação Continuada, em que se confere certificação aos profissionais que são aprovados em exames aplicados pela associação, que variam de acordo com as atividades por estes desenvolvidas.

Exercício da atividade sancionadora

O processo administrativo da ANBIMA segue as regras de um código próprio, podendo a associação celebrar termos de compromisso com os indiciados ou aplicar as seguintes penalidades, que não podem ser revistas pela Comissão de Valores Mobiliários:

- multa no valor de até 100 vezes o valor da maior mensalidade recebida pela ANBIMA;
- advertência pública, divulgada nos meios de comunicação da ANBIMA;
- proibição temporária de utilização da marca ANBIMA, quando for aplicável; e
- desligamento da ANBIMA divulgado nos meios de comunicação da ANBIMA (a aplicação desta penalidade deve ser referendada pela Assembleia Geral).

As penalidades aplicadas, assim como a celebração de termos de compromisso, poderão ser reciprocamente consideradas no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários e da ANBIMA, especialmente após a celebração entre as duas instituições do convênio já acima referido.

As penalidades aplicadas, assim como a celebração de termos de compromisso, poderão ser reciprocamente consideradas no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários e da ANBIMA, especialmente após a celebração entre as duas instituições do convênio já acima referido.

No correspondente processo, a investigação inicial e a formulação da acusação são conduzidas por técnicos, cabendo o julgamento ao conselho de autorregulação da área correspondente, que é composto em sua maioria por representantes de instituições

que não são participantes da ANBIMA. Busca-se dessa forma conferir independência às decisões dos conselhos de autorregulação e minimizar os efeitos das situações em que possa haver, por um lado, conflitos de interesses entre instituições participantes ou, por outro, uma indevida proteção corporativista.

5.6.4. Funções e o papel desempenhado no Sistema Financeiro Nacional

Uma análise quanto à eficiência do modelo de autorregulação adotado pela ANBIMA apenas pode se dar observando-se o contexto em que se insere tal autorregulação. Não parece ser difícil concluir que certo modelo de autorregulação – ou a própria existência da autorregulação – pode não fazer sentido em certa estrutura regulatória, e ser extremamente bem-sucedido em outra. É por isso que qualquer discussão sobre tal eficiência deve se dar tendo em vista o contexto do modelo de regulação brasileiro, e não se examinando apenas e tão somente a própria autorregulação.

Benefícios para o regulador estatal

Sempre que se discute, sob o ponto de vista teórico, de onde vem e como se desenvolve qualquer caso de autorregulação voluntária, escuta-se a mesma análise. Determinado setor da atividade econômica se organiza, corporativamente, em geral para evitar práticas predatórias e para ter representação diante do poder político. Não tarda muito para que os agentes resolvam criar suas próprias regras, a fim de tornar a intervenção estatal desnecessária.

O desenrolar de tal processo, porém, exige tempo, e é culturalmente associado a sociedades em que existe estabilidade institucional.

O mercado de capitais brasileiro, como visto acima, apesar de não ter iniciado sua regulação na década de 1930 do século passado, como ocorreu em outras economias mais desenvolvidas, vem aprimorando, de forma consistente, uma estrutura regulatória que nasceu em meados da década de 1960. Com a criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil e, pouco mais de 10 anos depois, da Comissão de Valores Mobiliários, estabeleceu-se, guardadas as devidas proporções, uma sólida base institucional.

Foi possivelmente a relativa estabilidade das regras que regulam o mercado de capitais (ou ao menos dos conceitos que norteiam tais regras) que permitiu que se verificasse no Brasil o desenvolvimento de uma organização corporativa que evoluiu da forma que normalmente se esperaria que ocorresse.

A autorregulação da ANBIMA decorre, como toda autorregulação voluntária deveria decorrer, da representatividade e credibilidade que a associação conquistou no

decorrer dos seus anos de existência.

Desde que a ANBIMA transferiu o foco de sua atuação do sujeito para o objeto, ou seja, passou a se preocupar com o produto ou serviço que estava sendo oferecido ao investidor, independentemente de quem o estivesse oferecendo, poucas entidades atuantes no âmbito do mercado de capitais deixaram de se tornar associadas ou aderentes aos seus códigos.

Como as instituições participantes da ANBIMA estão impedidas de participar de operações que não atendam aos códigos da associação, o que se vem verificando na prática é que a maior parte das operações realizadas no mercado brasileiro (nos segmentos para os quais já existam regras de autorregulação) está sujeita às regras dos códigos de autorregulação, já que poucas operações deixam de contar com a participação de pelo menos uma instituição participante da ANBIMA. Isso obriga, por razões de conveniência, e não de direito, a que os novos agentes que tenham a intenção de somente agora participar do mercado ingressem na associação (ou adiram ao código que seja pertinente à respectiva área de atuação).

As normas de autorregulação passam a valer para um número cada vez maior de participantes do mercado, todos se envolvendo na elaboração das novas normas, oxigenando o sistema.

O regulador estatal, por sua vez, diante do fato de que existe um sistema eficiente de autorregulação, com normas atualizadas de conduta, acaba por fazer uso da complementaridade conferida por tal sistema, conferindo ainda maior representatividade e credibilidade à associação de classe.

Esse círculo virtuoso pode ser assim resumido:

- a) a entidade de autorregulação tem representatividade e credibilidade;
- b) os agentes de mercado se associam a tal entidade;
- c) mais operações passam a estar sujeitas à autorregulação;
- d) novos participantes do mercado precisam participar da associação;
- e) as normas de autorregulação passam a valer para um universo ainda maior de participantes;
- f) o regulador estatal faz uso do sistema de autorregulação;
- g) a entidade de autorregulação passa a ter ainda maior representatividade e credibilidade.

Os benefícios para o regulador estatal são evidentes. Limitado em seus recursos (humanos e financeiros), o regulador conta com os recursos da associação privada para o aprimoramento do sistema regulatório, aí considerada também a autorregulação²⁵.

²⁵ "First of all, we are dealing with rules which, owing to the great technicality of the matter at issue, need suitable and up-to-date knowledge and experience in the field. Even if, on principle, the State cannot be excluded from the rule making

O regulador estatal pode se limitar a interferir na esfera da autorregulação apenas na medida em que o autorregulador não cumpra com o seu papel. Isso possibilita ao regulador focar sua atuação nas áreas de maior risco²⁶.

Em resumo, além de transferir parte relevante dos custos incorridos pelo regulador estatal, quando realizada de forma adequada, a autorregulação leva a regras eficientes com alto nível de aceitação e obediência, implementadas no momento adequado, acompanhando as mudanças do mercado. A autorregulação, portanto, não deve ser vista como uma forma de ausência de regulação, mas sim como mais um elemento da própria regulação²⁷.

Existe, de fato, complementaridade?

Como já tive a oportunidade de salientar nos apontamentos anteriores sobre a autorregulação em geral, a história da regulação de mercado no Brasil gerou a nossa estrutura de regulação de mercado. Ou seja, a eficiência de tal modelo deve ser analisada tendo em vista os resultados práticos obtidos até o momento.

Tais resultados podem ser vistos sob duas perspectivas: (i) se o mercado vem respondendo melhor à estrutura regulatória existente, e (ii) se a estrutura é flexível o suficiente para se adaptar às mudanças do mercado, mantendo-se eficiente.

Não cabe no presente estudo buscar esgotar essas perspectivas, mas parece haver razoável consenso no Brasil sobre tais questões, ao menos no que diz respeito à estrutura regulatória nacional.

No que diz respeito à primeira perspectiva, não parece haver questionamentos de que, hoje, a regulação de mercado funciona melhor do que antes. A Comissão de Valores Mobiliários vem conseguindo atualizar suas normas, aplicá-las de forma mais rápida e, quando foi demandada no passado, enfrentou adequadamente um substancial aumento em suas funções de registro (a prova de tais fatos pode ser obtida pelo mero exame das estatísticas divulgadas pela própria Comissão). No que diz respeito à

process, it should be ready to put money in training people and in what would make such training possible. The State easily avoids such costs by entrusting the participants themselves with the rule making process". (DE MINICO, Giovanna. A Hard Look At Self Regulation in U.K. European Business Law Review, n. 1, p. 3, 2006.)

26 "The statutory regulator should step in only if a self-regulatory organization shirks its responsibilities and allows its members to endanger customer funds or engage in fraud, manipulation and other illegal conduct. This would allow the statutory regulator to focus its limited resources where there is the most risk, rather than creating an unnecessary layer of review and regulation". Model for Effective Regulation - Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), p. 9. Maio, 2000.

27 "When properly implemented, self-regulation can lead to efficient rules, wide compliance with and acceptance of those rules, timely adjustment of rules to meet changing conditions, and flexible and effective enforcement of rules. Furthermore, self-regulation can lead to significant cost savings for governments by shifting the costs of regulation to the regulated bodies. self-regulation is not a form of "deregulation" it is an important part of a model of efficient and broad-based regulation". (Model for effective Regulation - Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), p. 13. Maio, 2000.)

autorregulação da ANBIMA, no decorrer do presente estudo já foram apresentados diversos exemplos de como a atuação da associação produziu resultados positivos para o mercado, não se justificando repeti-los.

Merece apenas nota o fato de que o sistema vem funcionando de forma harmonizada, viabilizando que o regulador estatal faça uso dos autorreguladores decorrentes de lei (que atuam bem próximos aos sistemas de negociação e registro e ajudam, inclusive, no enforcement das regras de regulação estatal) e dos autorreguladores privados (especialmente a ANBIMA, que exerce suas funções, seja para trazer rapidamente as melhores práticas para o país, seja para ocupar eventuais espaços que necessitem de regulação antes de que o regulador estatal o faça, tornando a intervenção estatal até mesmo, por vezes, desnecessária).

Com relação à segunda perspectiva, os fatos também parecem demonstrar que a estrutura regulatória possui adequado nível de flexibilidade.

A ANBIMA, sem estar subordinada ao regulador estatal, sofreu diversas modificações em sua área de autorregulação, a fim de fazer frente a conveniências regulatórias. Diversos exemplos disso foram apresentados no decorrer do presente estudo. Já aqui se fez referência a alguns avanços realizados pela autorregulação no que diz respeito às ofertas públicas, aos fundos de investimento, à certificação de profissionais e a diversas outras atividades. Todos são casos em que o autorregulador voluntário precisou enfrentar aspectos que anteriormente não eram regulados.

Para ficar em mais um exemplo, a ANBIMA precisou até mesmo alterar a forma como exercia suas funções, a fim de atender a uma conveniência conjunta do mercado e do regulador estatal. Como já acima dito, a Comissão de Valores Mobiliários e a ANBIMA, com base na Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, permitiu que as instituições participantes da ANBIMA realizassem registro simplificado da oferta pública de determinados valores mobiliários, desde que a própria ANBIMA realizasse análise prévia dos documentos. Em decorrência de tal análise prévia a Comissão de Valores Mobiliários admitiu submeter-se a prazos mais reduzidos na análise da documentação de ofertas públicas.

A demanda regulatória que se buscou resolver com essa medida parece evidente. O número de registros na autarquia, naquele momento, havia se ampliado de tal forma que era necessário incentivar a padronização na qualidade da documentação que era apresentada para exame da Comissão de Valores Mobiliários. No processo de registro simplificado, em que toda documentação necessária para o registro deve primeiro passar por um autorregulador, obtém-se a redução nos prazos de análise pela autarquia, liberando recursos para que ela realize outras atividades.

Muitos outros exemplos práticos poderiam ser dados. Tendo em vista, porém, os objetivos do presente trabalho e a necessária brevidade, parece-me que o aqui

exposto já parece ser suficiente para demonstrar que o mercado vem respondendo adequadamente à estrutura regulatória existente, e que ela é flexível o suficiente para se adaptar às mudanças da realidade, preservando-se a tão almejada eficiência.

5.7. Autorregulação Abrasca

EQUIPE DE AUTORREGULAÇÃO DA ABRASCA

O Código Abrasca colaborou para elevar o padrão de governança médio da jurisdição brasileira, com foco na interface com o mercado, incentivando a transparência, a equitatividade, a prestação de contas, e a meritocracia em todos os níveis da administração.

É baseado em princípios (de aplicação mandatória), regras justificáveis, em uma abordagem conhecida como “apply or explain” (“aplique ou explique”) e recomendações (sugestões para aprimoramento da governança).

Esse modelo dá flexibilidade para que as Companhias possam decidir não aplicar uma ou mais regras, desde que expliquem os motivos da decisão. Tal flexibilidade faz-se necessária, uma vez que nem sempre um modelo único serve para todas as companhias, sem necessidade de adaptação, em função da diversidade existente entre as empresas brasileiras.

Essa diversidade decorre do grau de maturidade, do ciclo de existência, da estrutura de controle societário e de outras circunstâncias particulares de cada empresa que podem justificar outros meios de atingir uma boa governança corporativa.

Assim, o Código buscou estabelecer um conjunto de regras cuja adoção não é rígida, visando mais do que o mero cumprimento de aspectos formais, a observância da essência da regulação.

Principais destaques das diretrizes do Código de Autorregulação:

Princípios:

- Avaliação individual do diretor-presidente e dos demais membros da diretoria, pelo menos uma vez por ano.
- O papel do conselho de administração na definição da missão, das políticas e da estratégia da companhia.
- Obrigatoriedade de tratamento justo e equitativo em qualquer reorganização societária, complementado pelo princípio de que o mero cumprimento da lei não assegura necessariamente a observância do princípio da equidade entre os acionistas.

Regras:

- Composição, qualificação e competências dos membros do Conselho de Administração, associadas à regra de que o conselho deve ter de 5 a 11 membros, havendo prazo para indicação de conselheiro independente.
- Necessidade de aprovação pelo Conselho de uma política de controles internos e de gestão de riscos, incluída a obrigatoriedade de se reunir ao menos anualmente com os auditores independentes, de modo a revisar e discutir o relatório de deficiências e recomendações sobre controles internos.
- Necessidade de aprovação pelo Conselho de uma política de transações com partes relacionadas, incluída a obrigatoriedade de que o conselho de administração, ou o órgão competente, deve monitorar essas operações.

A adesão ao Código implica a adesão automática ao Código Processual de Autorregulação ABRASCA, que dispõe sobre a condução de processos sancionadores para apuração à eventual não aplicação dos princípios e das regras estabelecidos.

Dessa forma, o mencionado Código criou o Conselho de Autorregulação, órgão colegiado, cuja competência abrange a análise e interpretação das normas do Código Processual de Autorregulação (Anexo 13.1), para apuração de eventuais irregularidades praticadas em descumprimento aos princípios do Código de Autorregulação e Boas Práticas.

O Conselho foi constituído ao final do ano de 2013, representado pelas principais instituições vinculadas ao mercado de capitais, sendo composto por 12 (doze) membros, sendo 5 (cinco) indicados pelo Conselho Diretor da ABRASCA e 7 (sete) representantes de instituições vinculadas ao mercado de capitais: ABVCAP, ANBIMA, AMEC, ABRAPP, IBGC, APIMEC e IBRI.

As Companhias podem usufruir a logomarca do “Selo ABRASCA de Boas Práticas” em relatórios, releases, informações periódicas e eventuais, publicações, prospectos, lâminas ou outros documentos de divulgação de informações, divulgados de forma impressa ou eletrônica pelas Companhias Aderentes, demonstrando, assim, seu compromisso com o cumprimento e a observância das disposições do Código.

A utilização do Selo ABRASCA de Boas Práticas traz os seguintes benefícios para as empresas:

- a) diferencial para a companhia frente aos mercados nacional e estrangeiro;
- b) geração de valor para a empresa como um todo;

-
- c) valorização do profissional de relações com investidores;
 - d) melhoria no padrão de prestação de informações ao mercado;
 - e) credibilidade perante os investidores.

Aliada à iniciativa de elaboração e lançamento do Código de Autorregulação, a associação decidiu desenvolver e implementar um projeto de enforcement das diretrizes do Código, contando com profissionais qualificados para realizar o monitoramento necessário, de modo a fazer cumprir os princípios e regras estabelecidos e com isso criar condições para gerar avanços na estrutura de governança das companhias brasileiras.

A área técnica foi montada no início de maio/2012, seguindo um programa de orientação e suporte às companhias que desejam aderir ou já aderiram ao Código, e tem como principais objetivos: orientar as companhias sobre as melhores práticas de governança e monitorar o cumprimento das diretrizes do Código, estando à disposição das empresas para dirimir quaisquer dúvidas.

A iniciativa certamente trouxe benefícios consideráveis em termos do aprimoramento nas práticas de governança adotadas pelas empresas aderentes, verificados a partir dos resultados obtidos através do monitoramento efetuado pela equipe de autorregulação.

Essa equipe segue um programa de orientação e suporte às companhias que desejam aderir ou já aderiram ao Código, orientando-as quanto às melhores práticas, além de monitorar o cumprimento das diretrizes do Código, estando apta a dirimir quaisquer dúvidas.

O trabalho de verificação quanto ao cumprimento dos princípios e regras realizado entre as Pioneiras, ainda em 2012, concluiu não existirem problemas relevantes em relação ao compliance, mas questões pontuais envolvendo o cumprimento de prazos para aprovação de determinadas medidas quanto à adequação às exigências.

A partir de 2013, foi implantada uma rotina anual de verificação das informações prestadas também para as AGOs (Propostas da Administração), além daquelas objeto dos FRE de cada ano.

Essa verificação identificou falta de harmonização em algumas informações, o que gerou vários questionamentos às empresas. Esse tipo de contribuição efetiva levou, em alguns casos, a reapresentações espontâneas do FRE.

A verificação efetuada em 2014 demonstrou um avanço no padrão de governança das aderentes, sendo fato que 71% do total apresentaram melhorias, não só na prestação das informações como, sobretudo, em relação à aprovação e implantação de políticas importantes - Controles Internos/Gestão de Riscos e Transações com Partes Relacionadas.

Por outro lado, e não menos importante, em levantamento feito no final de 2014, constatou-se que cerca de 70% das empresas cumpre, se não a totalidade das recomendações contidas no Código (sugestões para aprimoramento da governança), pelo menos as mais relevantes, demonstrando com isso o dinamismo necessário no processo de evolução.

Nesse sentido, e a título de exemplificação, pode-se dizer que 95% já possuem o D&O (seguro de responsabilidade civil dos administradores) e informam corretamente no FRE; 67% já adotam a avaliação formal anual da administração, sendo que 48% preenchem os termos estabelecidos no que se refere à sua abrangência, tal como previsto no Código; em 43% é comprovada a participação de pelo menos um conselheiro independente nos principais comitês, considerando as informações disponíveis no FRE, ou no Regimento Interno do Comitê; 57% já possuem o comitê de remuneração instalado; e em 57% a avaliação individual dos membros quando feita por comitês (remuneração, pessoas, ou de avaliação), é submetida ao Conselho de Administração.

Não podemos deixar de comentar, entretanto, que existem outras práticas inseridas no conjunto das melhores, também abordadas no Código como recomendações, e que ainda não são amplamente adotadas pelo conjunto das empresas aderentes.

Por exemplo, a maioria das empresas aderentes não possui uma política formal de destinação de resultados (62%). O mais comum não só nesse universo, como no conjunto das companhias listadas, é transcrever no FRE o que está no Estatuto, ou seja, a prática que vem sendo utilizada pela empresa.

Nenhuma das empresas aderentes possui um plano de sucessão dos diretores (aí consideradas as informações disponibilizadas via FRE ou site da companhia). Vale dizer que o fato se estende às demais empresas listadas, não sendo prática usual no mercado brasileiro.

A questão da Política de Transações com Partes Relacionadas é o ponto mais sensível do conjunto de recomendações: apenas 10% das companhias aderentes adotam o previsto no texto.

No geral, cerca de 20% da amostra adota as recomendações sugeridas no Código na sua totalidade e abrangência.

Sem dúvida, a iniciativa da ABRASCA de desenvolver um Código de Autorregulação foi um passo importante em direção às melhores práticas, principalmente em função do modelo adotado (abordagem aplique ou explique), baseado em princípios (mandatórios), regras (justificáveis) e recomendações (sugestões para aprimoramento da governança).

A ABRASCA, como instituição que representa os interesses de suas associadas, cumpre o papel de estar sempre atenta à evolução e modernização exigida pelo mercado de capitais.

Assim, observando um dos seus princípios e na busca de mais eficácia e credibilidade perante o mercado de capitais, a associação, ao lançar o Código de Autorregulação, contribuiu, de forma significativa, para que suas associadas tivessem a oportunidade de mostrar e informar aos investidores e demais interessados no negócio o compromisso da alta administração (Conselho e Diretoria Executiva) com a transparência, equidade, prestação de contas e meritocracia aplicadas em todos os níveis da administração.

5.8. A APIMEC²⁸ e o Analista de Mercado de Capitais Aspectos legais e práticos

EDUARDO BOCCUZZI

Graduado em 1989 pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Especializado em “Principles of Stock Exchange Investments” pela London Guildhall University em 1994. Especializado em “Negotiation and Advising in International Contracts” pelo Institute of Advanced Legal Studies, University of London em 1994. Membro do Conselho de Administração de Bicicletas Monark S/A (BMKS3) desde maio/2008. Presidente do Conselho de Supervisão dos Analistas de Mercado de Capitais desde janeiro/2013. Assessor jurídico da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC Nacional. Desde 1996, é sócio de Boccuzzi Advogados Associados. Advogado visitante do Banking and Capital Markets Department do Denton Wilde Sapte em 1994/1995, escritório internacional com sede em Londres.

5.8.1. Conceituação e sistemática jurídica da APIMEC e dos analistas

O analista de mercado de capitais (“Analista”), bem como a entidade que o habilita ao exercício de sua ocupação (Código Brasileiro de Ocupação nº 2512-15) são, entre os diversos agentes do mercado financeiro, figuras de suma importância no contexto dos efeitos de interesse público que as transações de valores mobiliários causam.

A Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e que instituiu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por seu artigo 5º, definiu-a como entidade autárquica em regime especial, com poderes de fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem e aos valores nele

28 Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais para Autorregulação – Apimec Autorregulação, que será designada neste texto apenas como “APIMEC”.

negociados (artigo 8º, inciso III). Por outro lado, o artigo 18, inciso I, alínea “b”, da Lei nº 6.385/76 confere à CVM poderes para editar normas gerais sobre requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira aos quais as pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários deverão se submeter.

Além de derivar dos dispositivos de lei acima citados, a competência da CVM para regulamentar e fiscalizar a atividade do analista de valores mobiliários também está expressamente prevista no inciso VIII do artigo 1º da referida lei: “Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: ... inciso VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários”.

A importância do analista dentro do contexto do mercado de valores mobiliários pode ser aquilatada através do seguinte trecho do voto do Diretor da CVM Wladimir Castelo Branco Castro, assim escrito (processo administrativo CVM RJ 2006/4651006/4651):

Uma das preocupações da CVM quando da regulação dessa atividade foi a melhoria da qualidade das pessoas que atuam no mercado de valores mobiliários. Com efeito, a regulação de atividade de analista de valores mobiliários é de extrema importância, pois é através dela que a expertise desses profissionais pode ser aferida, uma vez que os mesmos serão submetidos a exames de avaliação de conhecimentos que permitem verificar se estão aptos a exercer uma série de atividades para as quais a falta de qualificação é danosa ao mercado. Observa-se que os referidos analistas são responsáveis por uma série de tarefas, tais como a produção de análises e pesquisas sobre o mercado de valores mobiliários de modo geral, abrangendo companhias abertas e valores mobiliários que circulam nesse ambiente. De outro lado, a utilização pelos investidores dos trabalhos desenvolvidos por esses profissionais pode ser imprescindível já que muitos tomam por base o resultado desses estudos para a tomada adequada de decisões de investimento.

Esses agentes são, portanto, veículos que permitem uma melhor eficiência do mercado de valores mobiliários. Por tal razão é que os analistas de mercado devem ser devidamente preparados e qualificados.

O primeiro diploma normativo emitido pela CVM especificamente sobre o analista de valores mobiliários foi a Instrução CVM nº 388/03, a qual previu a possibilidade de a CVM autorizar o credenciamento do analista de valores mobiliários em entidade de direito privado, de âmbito nacional, sem fins lucrativos. Nesse sentido, logo no início do período de vigência da Instrução CVM nº 388/03, a CVM autorizou a APIMEC a atuar como entidade credenciadora do analista de valores mobiliários.

Posteriormente, em 6 de julho de 2010, a CVM editou a Instrução CVM nº 483/10 (revogando a Instrução CVM nº 388/03) com os seguintes objetivos: (i) modernizar

e aperfeiçoar as regras de conduta a que os analistas estão sujeitos; (ii) reconhecer na norma as responsabilidades das instituições que empregam analistas de valores mobiliários; e (iii) fortalecer a estrutura de autorregulação a eles aplicável.

Em 3 de maio de 2018, foi editada a Instrução CVM nº 598, a qual revogou a Instrução CVM nº 483 e buscou atualizar a regulamentação sobre a atividade dos analistas de valores mobiliários. A principal novidade trazida pela Instrução CVM nº 598/18 foi a caracterização das pessoas jurídicas como analistas de valores mobiliários, as quais também devem ser credenciadas na entidade de direito privado autorizada pela CVM, no caso, a APIMEC.

A inclusão das pessoas jurídicas como analistas de valores mobiliários se fez necessária, pois, como a regulamentação anterior apenas admitia o cadastramento de pessoas naturais como analistas de valores mobiliários, as casas de análise possuíam registro como consultores de valores mobiliários ou sequer possuíam registro. Nesse sentido, para que as casas de análise fossem submetidas às regras adequadas para as atividades por elas exercidas e para possibilitar a fiscalização da CVM e da entidade credenciadora sobre o conteúdo produzido por essas casas de análise, foi necessária a alteração da regulamentação.

A Instrução CVM nº 598/18 também trouxe inovações nas regras de condutas que devem ser observadas pelos analistas de valores mobiliários, incluindo um rol de vedações para a participação destes na estruturação dos ativos financeiros e valores mobiliários, bem como regulamentando as formas de comunicação a serem utilizadas nas peças publicitárias veiculadas por esses analistas.

Com o advento da Instrução CVM nº 598/18, a APIMEC foi autorizada como entidade credenciadora dos analistas de valores mobiliários pessoa jurídica, além de continuar como credenciadora dos analistas de valores mobiliários pessoa natural.

Recentemente, em 25 de fevereiro de 2021, foi editada a Resolução CVM nº 20, que revogou a Instrução CVM nº 598, de 3 de maio de 2018, bem como a Deliberação CVM nº 633, de 6 de julho de 2010, a qual tratava dos exames que deveriam ser aceitos pelas entidades credenciadoras de analistas de valores mobiliários para aferição da qualificação técnica dos candidatos a analistas. Desse modo, a Resolução CVM nº 20/21 veio consolidar, em um único instrumento normativo, o conteúdo das normas por ela revogadas.

A autorregulação do analista pela APIMEC, já existente antes mesmo da Instrução CVM nº 388/03, aprofundou-se com o advento da Instrução CVM nº 483/10 e atingiu plenamente seu intento com a Instrução CVM nº 598/18, posteriormente substituída pela Resolução CVM nº 20/21.

A autorregulação pode ser decorrente de lei ou voluntária, e, nesse sentido, cabe aqui

indagar qual seria a natureza jurídica da autorregulação exercida pela APIMEC, a saber, voluntária ou decorrente de lei. A despeito do impulso estatal por meio das instruções CVM, a autorregulação praticada pela APIMEC tem natureza jurídica voluntária e fundamento contratual, assim como também é o caso da autorregulação exercida pela ANBIMA. Já a autorregulação exercida pela B3, por exemplo, é decorrente da Lei nº 6.385/76, artigo 17.

Pois bem, a Resolução CVM nº 20/21 disciplina a função do analista, conceituando-o e disciplinando suas atividades e responsabilidades, bem como determina a necessidade de seu credenciamento por entidades autorizadas pela CVM (no art. 3º da resolução mencionada acima), no caso, a APIMEC. Não por acaso a APIMEC recebeu esta responsabilidade, mas assim o foi em razão de sua estrutura e objeto, que atendem aos requisitos do art. 4º da Resolução CVM nº 20/21²⁹.

O artigo 1º da referida resolução definiu que o analista de valores mobiliários “é a pessoa natural ou jurídica que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes”³⁰. O mesmo dispositivo, em seu parágrafo 1º, manteve o conceito de “relatório de análise” das instruções anteriores, abarcando todos os textos, estudos e análises sobre valores mobiliários e/ou emissão desses, de maneira a influenciar a tomada de decisões dos investidores do mercado de capitais. Equiparou, aos relatórios escritos, as análises, comentários, exposições públicas e vídeos, até mesmo por conferências telefônicas ou outro meio de manifestação não escrita.

A minúcia e a amplitude das possíveis manifestações de opinião do analista, expressas no texto da norma, tornam-se coerentes com as preocupações da CVM, haja vista sua capacidade de influenciar todo o mercado. Ora, trata-se, a toda vista, de profissional dotado de notável conhecimento e técnicas de avaliação das tendências do mercado de valores mobiliários, que pode ser instrumento de afronta aos ditames protegidos pela CVM.

Nesse sentido, a imposição de credenciamento desses profissionais perante entidade autorreguladora (APIMEC) permite o controle direto de sua atividade, assim como de sua formação técnica e doutrinação ético e moral que lhes são essenciais. É nesse diapasão que a APIMEC se posiciona positivamente como ator modelador e gerenciador do analista de mercado de capitais, na medida em que, para conferir os necessários certificados e credenciamentos do analista, periodicamente renovados, impõe o cumprimento de um denso Código de Conduta da APIMEC para o Analista

29 Art. 4º O credenciamento de analistas de valores mobiliários é feito por entidades autorizadas pela CVM. Parágrafo único. Serão autorizadas pela CVM a promover o credenciamento de que trata o caput entidades autorreguladoras que comprovem ter:

I – estrutura adequada e capacidade técnica para o cumprimento das obrigações previstas na presente Resolução; e

II – estrutura de autorregulação que conte com capacidade técnica e independência.”

30 O termo clientes está correlacionado ao conceito do tomador de serviços de analista buy side, categoria de analista mais abaixo definida.

de Valores Mobiliários, que atualmente conta com 49 (quarenta e nove) artigos.

Paralelamente ao seu Código de Conduta, a APIMEC mantém uma estrutura organizacional que visa à fiscalização e ao cumprimento de suas premissas. É nesse passo que o Código dos Processos da APIMEC foi instituído junto ao Código de Conduta e no mesmo ano em que a entidade assumiu a responsabilidade direta sobre o profissional analista. Trata-se, esse último código, de verdadeiro diploma normativo instrumental à instauração de procedimentos de averiguação de irregularidades e processos administrativos, que regula o funcionamento dos componentes organizacionais da APIMEC quanto à atividade do analista de valores mobiliários. É ferramenta garantidora da ampla defesa e prima pela celeridade na condução dos procedimentos, bem como pela razoabilidade na aplicação das normas.

5.8.2. A prática da APIMEC e do analista

A APIMEC foi criada em junho de 1988, em virtude da congregação de APIMECs regionais, tendo por escopo, à época, a emissão de certificados e capacitação dos profissionais que representa, bem como a representação política perante os governos federal e estaduais, e, ainda, o fomento a estudos, pesquisas e desenvolvimento do mercado de capitais. Consolidada ao longo dos anos e estruturada em torno de sua ativa participação, a APIMEC assumiu definitivamente o papel de credenciadora e supervisora dos analistas de valores mobiliários, com o advento da Instrução CVM nº 388/03 e da Instrução CVM nº 483/10, e, após a edição da Instrução nº 598/18, passou a exercer também o papel de credenciadora e supervisora dos analistas de valores mobiliários pessoa jurídica.

Recentemente, em 29 de outubro de 2020, a APIMEC passou por reestruturação, de modo que passou a focar suas atividades na autorregulação, credenciamento e supervisão das atividades dos analistas de valores mobiliários, o que se refletiu, inclusive, na sua denominação social, que deixou de ser Apimec Nacional e passou a ser Apimec Autorregulação.

Desse modo, a atividade de certificação dos analistas de valores mobiliários deixou de fazer parte de seu objeto social, tendo sido, na mesma data, abarcada por outra associação do setor, a denominada Apimec Brasil.

Em termos práticos, pode-se dizer que a APIMEC Brasil atua na formação e certificação do analista, enquanto a APIMEC Autorregulação atua no credenciamento e supervisão da atividade do analista, mantendo em tais associações estrutura administrativa e organizacional distintas, apesar de correlacionadas, de modo a conferir efetividade às suas atribuições e potencializar os seus respectivos papéis no mercado de valores mobiliários.

A APIMEC é administrada por sua Diretoria Executiva, responsável por editar o Código de Conduta Apimec, o Código dos Processos Apimec e o PEC – Programa de Educação Continuada Apimec. Além disso, em decorrência de sua incumbência como entidade credenciadora autorizada pela CVM, a APIMEC, por meio de sua Diretoria Executiva, também cuida da criação e do funcionamento da Superintendência e do Conselho de Supervisão do Analista de Valores Mobiliários, órgãos responsáveis diretamente pela fiscalização da atividade dos analistas de valores mobiliários.

De forma a viabilizar o exercício da atividade de supervisão pela APIMEC, a Resolução CVM nº 20/21 impõe aos analistas a obrigação de depositar na APIMEC todos os relatórios por eles elaborados. Tendo em vista que a produção diária de relatórios é imensa, a APIMEC faz uma fiscalização randômica do conteúdo dos relatórios de análise produzidos pelos analistas.

Quanto à prática do analista, a estruturação de seus relatórios também é, em parte, disciplinada na Resolução CVM nº 20/21, que impõe aspectos formais, tais como a declaração de que as recomendações do relatório refletem a opinião pessoal e independente do profissional. Oportuno observar ainda que, mesmo estando o analista vinculado a uma instituição que atue no mercado financeiro, tal qual possibilita a CVM, a responsabilidade pelos relatórios é pessoal.

Os analistas podem ser divididos em fundamentalistas (CNPI) e técnicos³¹ (CNPI T), com exames específicos para cada uma dessas categorias. De acordo com a nomenclatura adotada pela APIMEC, denomina-se analista pleno (CNPI P) aquele que possui tanto a certificação de analista fundamentalista quanto de analista técnico.

Para a obtenção da certificação em cada uma das categorias (analista técnico ou fundamentalista), os analistas são submetidos a avaliações específicas, com conteúdo subsidiado por instituições expoentes no contexto acadêmico, tais como a Universidade de São Paulo (USP) e a Fundação Getúlio Vargas (FGV). Outrossim, a Resolução nº 20/21 obriga a manutenção de educação continuada ao analista, entre outras diversas atribuições da APIMEC contidas no seu artigo 5º.

Existe, ainda, uma divisão didática e informal quanto aos analistas, tendo em vista o destinatário dos relatórios: são os analistas chamados “buy side” e os “sell side”.

31 O principal objetivo da análise fundamentalista é determinar o valor potencial de uma empresa ou portfólio. Relacionado a este, há também o objetivo de determinar o valor justo, real ou intrínseco.”

“A premissa básica da análise técnica é que todas as informações estão representadas nos gráficos, na medida em que este traduz o comportamento do mercado.” (transcrições do livro O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 349; 362.)

32. Art. 9º - O Conselho de Supervisão do Analista de Valores Mobiliários é composto por nove membros divididos em duas categorias:

I. Três membros internos, representando os Analistas de Valores Mobiliários e;

II. Seis membros externos, dos quais, até 4 (quatro) serão indicados pelas entidades do Mercado e até 3 (três) independentes, com sólida experiência no mercado de capitais, serão indicados pela própria APIMEC, não podendo possuir, no entanto, vínculos com esta de qualquer natureza.

Os analistas sell side são profissionais que geralmente atuam em bancos e corretoras de valores. Eles produzem relatórios para publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita aos clientes dessas instituições. Ou seja, os analistas sell side fazem recomendações a potenciais investidores, tendo o poder de impactar o mercado de maneira muito mais ampla e com efeitos perversos.

Os buy side são analistas dedicados à produção de análises que têm destinatário único e exclusivo, por exemplo, o gestor ou o administrador de um fundo de investimento, ou mesmo um investidor específico. Ou seja, diferentemente das análises de sell side, os relatórios produzidos por analistas buy side não são destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, mas são para consumo próprio do gestor ou do administrador de fundo que emprega o analista buy side.

5.8.3. Da estrutura organizacional da APIMEC

A estrutura organizacional e o aparato administrativo da APIMEC compõem-se em consideração a sua essência de entidade autorreguladora e fomentadora do mercado de capitais. A estrutura organizacional da APIMEC pode ser assim resumida: um corpo diretivo, um corpo funcional e três organismos independentes (CSA – Conselho de Supervisão do Analista, CCA – Comitê Consultivo do Analista – e CCAT – Comitê Consultivo do Analista Técnico).

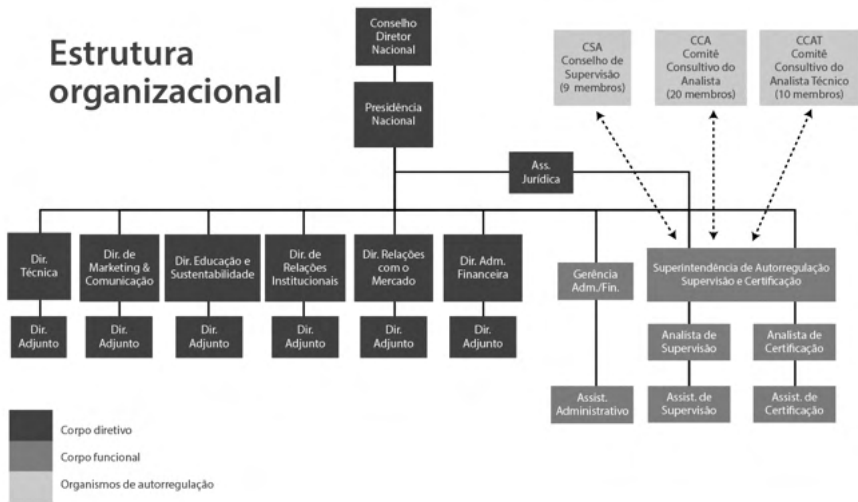
Seu corpo diretivo consiste em sua Diretoria Executiva, composta por seu Presidente e seu Vice-Presidente.

O corpo funcional divide-se entre a (i) Superintendência de Supervisão e a (ii) Gerência Administrativa e Financeira.

A Superintendência de Supervisão juntamente com o CSA – Conselho de Supervisão do Analista, o CCA – Comitê Consultivo do Analista e o CCAT – Comitê Consultivo do Analista Técnico – são os organismos que dão eficácia ao inciso II do art. 4º da Resolução CVM nº 20/21, que exige da entidade credenciadora uma “estrutura de autorregulação que conte com capacidade técnica e independência”.

A atuação da área de autorregulação da APIMEC é disciplinada pelo Código dos Processos da APIMEC. A garantia de independência do Conselho de Supervisão do Analista de Mercado de Capitais – CSA – é garantida pela participação de membros externos no referido órgão, indicados por entidades do mercado e com sólida experiência no mercado de capitais.

Graficamente temos:



6

OBRIGATORIEDADE E SURGIMENTO DA ATIVIDADE DE RI

EMERSON DRIGO DA SILVA

MESTRE EM DIREITO ECONÔMICO E FINANCEIRO PELA FACULDADE DE DIREITO DO LARGO DE SÃO FRANCISCO (USP); ASSOCIADO E MEMBRO DA COMISSÃO TÉCNICA DO INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES - IBRI ; ASSOCIADO DO CONSELHO EMPRESARIAL DA AMÉRICA LATINA - CEAL ; PROFESSOR CONVIDADO E ORIENTADOR DE TRABALHOS DE CONCLUSÃO DE CURSO DA PÓS-GRADUAÇÃO LATO SENSU DA FACULDADE DE DIREITO DE SÃO PAULO DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (GVL AW), NAS DISCIPLINAS DE DIREITO SOCIETÁRIO E OPERAÇÕES DE M&A; ADVOGADO E SÓCIO FUNDADOR DE VIEIRA, DRIGO E VASCONCELLOS - SOCIEDADE DE ADVOGADOS.

LUIZ FERNANDO DISTADIO

DOCTORANDO EM CONTABILIDADE E FINANÇAS NA UNIVERSITY OF TECHNOLOGY OF SYDNEY (UTS) E MESTRE PELA UNIVERSITY OF BIRMINGHAM; PESQUISADOR E PROFESSOR ASSISTENTE NA UTS; SÓLIDA EXPERIÊNCIA EM RELAÇÕES COM INVESTIDORES E CONTABILIDADE FINANCEIRA EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E DO TERCEIRO SETOR, INCLUINDO O IBRI.

6. OBRIGATORIEDADE E SURGIMENTO DA ATIVIDADE DE RI

Não obstante seu surgimento com a atual denominação e mais ampla definição de suas funções e atividades se dê apenas em 1999, com a edição da Instrução CVM nº 309/1999, pode-se dizer que a atividade de RI (Relações com Investidores), no Brasil, existe desde a estruturação do mercado de capitais como hoje o concebemos em nosso país.

Com efeito, é com a edição da ICVM nº 9/1979, nos primórdios do órgão regulador de nosso mercado, que se encontra a origem dessa atividade, ainda sob a então denominada, nos termos dos arts. 11 e 12 da ICVM nº 9/1979, “*Diretoria de relações com o mercado (DRM)*”, cujo responsável tinha por função específica “*prestar informações aos investidores e à CVM, bem como manter atualizado o registro da companhia*”.

Dali até os dias atuais (passando pelas ICVM nº 32/1984, 60/1987, 202/1993 e 309/1999, esta última a partir da qual, como acima afirmado, verifica-se mudança mais substancial na regulação da atividade de RI) fica clara a evolução do tratamento regulamentar conferido à atividade de RI ao se constatar, da redação do art. 45 da ICVM nº 480/2009, que “*O diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de todas as informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários*”.

Assim, desde o surgimento de sua atividade, vê-se que as funções do DRI ganham não apenas em importância, mas também em amplitude, indo muito além da mera mudança na denominação dada à função, de forma que este hoje se vê como responsável pelo atendimento não apenas da entidade reguladora do mercado (CVM) – como se verificava nos primórdios de sua regulamentação –, mas também pelo relacionamento com os agentes atuantes no mercado de capitais, em especial, com todos os chama- dos “stakeholders” (acionistas, detentores de outros títulos e valores mobiliários por ela emitidos, credores, fornecedores, clientes, funcionários etc.) da companhia.

Como visto acima, atualmente a obrigatoriedade de se definir, em estatuto, quem, dentre os membros da Diretoria, exercerá as funções de RI é dada pela ICVM nº 480/2009, mais especificamente em seu art. 44 e §§, o que inclui a definição do exercício destas funções por “representante legal (residente no país) dos emissores estrangeiros” (§ 2º) e por “*liquidante, administrador judicial, gestor judicial, interventor ou figura semelhante*” em emissores que se encontrem em “*situação especial*” (§ 3º; leia-se: companhia em liquidação, submetida a procedimento falimentar, intervenção de órgão regulador etc.).

Verifica-se, aliás, do quanto, acima exposto, que se trata de função que deve obrigatoriamente ser adotada e prevista em estatuto social apenas em companhias de capital aberto, assim definidas pelo Art. 22 da Lei nº 6.385/1976 (a Lei do Mercado de Capitais), pela qual se instituiu e regulou a atuação da CVM como entidade reguladora do mercado de capitais brasileiro.

Outro aspecto relevante da regulação das atividades de RI é o fato de que, pelas disposições regulamentares a esta aplicáveis, o exercício de suas funções pode ser realizado por Diretor estatutário que não se dedique exclusivamente a tais funções, por força do quanto disposto no § 1º do art. 44 da ICVM nº 480/2009.

Como praxe no mercado de capitais brasileiro, tem-se observado que, normalmente, nas companhias em que a função do DRI não é definida como autônoma e exclusiva, esta costuma ser exercida pelo Diretor Financeiro ou pelo Diretor Presidente da companhia, os quais, nestes casos, cumulam o exercício das atividades de RI com suas demais funções.

Depreende-se, ainda, que não há previsão legal ou regulamentar da existência e manutenção, pelas companhias de capital aberto, de uma área ou departamento específico de RI, o qual, uma vez existente, pode ver-se subordinado à Diretoria estatutária (em regra, como visto acima, Diretoria Financeira ou Presidência Executiva) sob a qual as funções de RI são cumuladas.

Seja como for, e ainda que não obrigatória para as demais empresas (companhias de capital fechado, sociedades limitadas ou entidades jurídicas organizadas sob outros tipos societários), é inegável a importância e o papel extremamente relevante que pode (melhor seria dizer “deve”) ser exercido por um profissional de RI em qualquer organização. Isso porque suas atividades podem (“devem”) contribuir substancialmente para ampliar e conferir maior transparência ao relacionamento da organização com o mercado em que esta se insere (ou pretende se inserir). Com efeito, como se verá no título “*Atividades de RI e suas responsabilidades*”, abaixo, o potencial dessas atividades para a geração de valor para a organização é virtualmente infinito.

Instruções CVM e normas legais

Em relação às atividades de RI, vale destacar os seguintes textos normativos:

- (i) do ponto de vista histórico:
 - a. arts. 11 e 12 da ICVM nº 9/1979(revogada pela ICVM nº 32/1984)¹;
 - b. arts. 5º e 6º da ICVM nº 32/1984 (revogada pela ICVM nº 60/1987)²;
 - c. arts. 5º e 6º da ICVM nº 60/1987(revogada pela ICVM nº 202/1993)³;
 - d. arts.5º e 6º da ICVM nº202/1993(revogada pela ICVM nº 480/2009)⁴;

1 Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst009.html>. Acesso em: 1 ago. 2018.

2 Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst032.html>. Acesso em: 1 ago. 2018.

3 Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst060.html>. Acesso em: 1 ago. 2018.

4 Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst202.html>. Acesso em: 1 ago. 2018.

- e. rt. 1º da ICVM nº309/1999(que alterou a ICVM nº 292/1993; primeira menção histórica a “RI”, em substituição a Relações com o Mercado; já revogada)⁵; e
 - f. arts. 44 a 46 da ICVM nº 480/2009 (atualmente vigente)⁶;
- (ii) do ponto de vista funcional, no nível regulatório:
- a. art. 24-A e seus §§ (acrescentados pela ICVM nº 586/2017⁷), parágrafo único do art. 34, arts. 44 a 46, § 5º do art. 56, art. 1º do Anexo 3, item 5 do Anexo 22 e item 1.1 do Anexo 24 (conteúdo do Formulário de Referência) da ICVM nº 480/2009⁷; e
 - b. arts. 7º e 26 da ICVM nº 481/2009⁸; e, por fim,
- (iii) do ponto de vista funcional, no nível da legislação societária (embora esta não mencione expressamente o profissional ou diretor de RI, nem possa ser entendida como aplicável exclusivamente a este profissional):
- a. art. 4º, incisos IV, alínea “c”, V e VI, § 1º, incisos VI e VII do art. 22 e art. 27-D da Lei nº 6.385/1976⁹; e
 - b. §§ 1º a 4º do art. 155 e art. 157 da Lei nº 6.404/1976¹⁰.

Atividades de RI e suas responsabilidades

Dentre as atividades mais comuns desempenhadas pelo profissional de RI poderiam ser mencionadas: o acompanhamento das atividades cotidianas da companhia, com a apuração, tratamento adequado (em conjunto com as áreas jurídica, financeira, contábil etc.) e divulgação de fatos relevantes; a elaboração e divulgação ao mercado de relatórios periódicos, em conformidade com o calendário anual de eventos da companhia; a participação ativa na produção (em colaboração com o restante da Diretoria e demais áreas da companhia) dos relatórios da administração e respectivas demonstrações contábeis e financeiras, incluindo o auxílio na redação das notas explicativas adequadas; a realização de reuniões públicas e privadas com acionistas, analistas e demais “stakeholders”; a organização e realização de “road shows” para apresentações a acionistas e potenciais investidores; a prestação de informações não

5 Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst309.html>. Acesso em: 13 jun. 2021.

6 Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 13 jun. 2021.

7 Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>. Acesso em: 13 jun. 2021. Esta ICVM instituiu o Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, que coloca ainda mais em destaque o importante papel do profissional de RI, responsável pelo tratamento adequado e execução das políticas de divulgação de informações das companhias, que já a partir de 2018 (integrantes do Ibovespa B3 e do IBRX 100) e 2019 (demais companhias abertas) se vêm obrigadas à entrega e divulgação desse informe.

8 Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst481.html>. Acesso em: 13 jun. 2021..

9 Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 13 jun. 2021.

10 Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm.x Acesso em: 13 jun. 2021.

confidenciais, de forma tempestiva e equitativa, a todo o mercado; a manutenção de canais de comunicação entre a companhia e o mercado, com a consequente busca de informações no mercado que possam ser úteis ao planejamento estratégico da companhia etc.

Da lista exemplificativa acima apresentada, em conjugação com a natureza jurídica e o tratamento legal conferido às sociedades por ações, pode-se chegar à seguinte simplificação de ideias:

- (i) a base sobre a qual se estrutura toda a legislação e regulação das sociedades por ações (e por que não dizer, de forma geral, o direito societário brasileiro) é a informação; e
- (ii) a matéria-prima básica da atividade profissional do RI, e que está no centro dessa atividade é, justamente, a informação.

Com efeito, é da essência de qualquer atividade econômica – e em especial da atividade econômica exercida em caráter empresarial – o uso da informação para a mensuração de riscos, formação de preços, organização das atividades, contratação de mão de obra, emprego de meios de produção e distribuição, e formação e manutenção de relações comerciais.

Se, de um lado, a assimetria de informações por si só possibilita o desenvolvimento de diversas atividades comerciais/empresariais, com a exploração econômica de informações relevantes por quem quer que as detenha e controle, o direito societário – e em especial a legislação de regência das sociedades por ações e do mercado de capitais – busca organizar a dinâmica pela qual essa exploração econômica possa se dar de forma ética, levando a um círculo virtuoso que conduza ao crescimento sustentado da economia.

E é justamente nesse contexto que se insere o profissional de RI.

Ao contribuir para a aproximação entre a companhia e o mercado em que esta atua, o profissional de RI possibilita a redução da assimetria de informações – que em níveis extremos pode levar à extinção da própria atividade econômica, resultando, de um lado, em monopólios indesejáveis e perniciosos à economia, com a concentração absoluta de informações nas mãos de um único (ou alguns poucos) “player”, ou, de outro lado, à disseminação de incertezas e desconfiança generalizada de potenciais investidores em relação às empresas, com a inevitável sensação de insegurança jurídica e consquente falta de interesse em investimentos produtivos –, levando a um maior equilíbrio de forças no mercado que, de um lado, possibilita o atendimento às expectativas dos investidores (“stakeholders”, lato sensu) e, de outro, o melhor planejamento estratégico das atividades desenvolvidas pela companhia.

Logo se percebe que se trata, portanto, de atividade que, se é obrigatória apenas nas companhias de capital aberto, mostra-se de suma importância e utilidade também para organizações empresariais de capital fechado (S.A. ou Ltda.), assumindo, em ambas, caráter estratégico.

Nesse sentido, e apesar da atual regulação não exigir tal configuração mesmo para companhias de capital aberto, nem se verificar previsão específica a esse respeito nas iniciativas de autorregulação presentes no mercado de capitais brasileiro (p.ex., Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas, Regulamento dos diferentes níveis do Novo Mercado e, mais recentemente, Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas, de iniciativa do GT Integrantes¹¹ endossada e, por meio da ICVM nº 586/2017, adotada pela CVM), parece-nos que seria de todo adequado propugnar pela total independência funcional da DRI.

Tal independência funcional na estrutura organizacional das companhias de capital aberto (e outras organizações empresariais), com efeito, poderia ajudar a garantir melhor desenvolvimento das atividades de RI e maior alcance dos benefícios que podem ser gerados, seja para a companhia, seja para o mercado, desse melhor desenvolvimento.

Se, por um lado, a independência da DRI pode representar um avanço considerável no tratamento e divulgação equitativa e tempestiva de informações ao mercado, a constante (e necessária) colaboração efetiva – e não subordinação – entre a DRI e as demais instâncias administrativas da companhia certamente levaria a uma ampliação das benesses do desenvolvimento da atividade econômica empresarial, ao permitir a apropriação pela companhia dos anseios e expectativas do mercado e um melhor planejamento para atendimento desses anseios e expectativas, bem como com a melhor divulgação dos propósitos e atividades da companhia para o mercado.

Percebe-se de todo o acima exposto que a responsabilidade do profissional de RI vai muito além do cumprimento de obrigações formais regulatórias (como o preenchimento de formulários ou a produção de relatórios), respondendo este por uma função de suma importância para o relacionamento da companhia com o mercado, e para o próprio desenvolvimento do mercado de capitais.

Princípios Éticos e Código de Conduta

11 Grupo de Trabalho formado por ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar), ABRASCA (Associação Brasileira das Companhias Abertas), ABVCAP (Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital), AMEC (Associação de Investidores no Mercado de Capitais), ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais), [B3] (à época da edição do Código, BM&FBOVESPA), Brain (Brasil Investimentos & Negócios), IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), IBRI (Instituto Brasileiro de Relações com Investidores) e Instituto IBMEC (extinto).

A idoneidade e conduta da DRI devem se basear em princípios que transcendem àqueles subjetivos inerentes às pessoas jurídicas. A conduta responsável e íntegra desse profissional deve estar imbuída das diretrizes norteadoras da governança na empresa em que atua.

Com efeito, o inter-relacionamento da DRI com uma ampla diversidade de públicos (internos e externos à companhia) – tais como o analista de investimentos, analista de risco, analista de crédito, (auto)regulador(es) de mercado, investidor individual e qualificado, mídia especializada e genérica, dentre outros – confere maior visibilidade da sua atuação, expondo-a a situações mais sensíveis, não apenas pelo seu papel legal como porta-voz da companhia como também pela sua função inerente de gestão da informação privilegiada e estratégica da empresa.

Nesse sentido, coerentemente com o Código de Conduta disseminado pelo IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores –, os princípios norteadores da conduta desse profissional são:

- **transparência:** princípio indispensável para que se promova relacionamentos de confiança com os agentes do mercado de capitais. A principal matéria-prima para que se pratique uma comunicação transparente refere-se ao conjunto de informações – financeiras e não-financeiras – relacionadas à empresa e ao ambiente econômico no qual ela está inserida (setor, região, país). A divulgação dessas informações de modo claro, oportuno e ao alcance de todos os interessados permite que esses agentes avaliem de modo fundamentado o valor econômico-financeiro da companhia. Portanto, o profissional de RI é, em primeiro lugar, um guardião da transparência corporativa;
- **equidade:** a disseminação de informações deve observar, além dos requisitos de clareza, amplitude e atualidade, o princípio essencial da equidade, segundo o qual nenhum usuário de informação (seja no âmbito interno da empresa, seja externo) possa ser beneficiado por qualquer acesso a informações privilegiadas. Um ambiente cujo nível de assimetria informacional é alto é marcado pela ineficiência dos mecanismos de mercado, em que os agentes participantes têm acessos diferenciados às informações corporativas, e, conseqüentemente, alguns obtêm vantagens financeiras ao dispor de informações privilegiada, às custas de outros agentes com acesso restrito a esses dados. Cabe assim ao profissional de RI assegurar-se de que qualquer informação seja disponibilizada ao mesmo tempo a todos os públicos interessados. Para tanto, os “websites” corporativos da própria empresa e do(s) regulador(es) de mercado são ferramentas essenciais para que a informação seja devidamente tornada pública a todos os agentes interessados de forma equitativa;

-
- franqueza: o profissional de RI deve zelar pela veracidade da informação que divulga, para que seja completa e confiável, sem distorções ou vieses que prejudiquem a adequada interpretação da matéria em questão. A informação completa e verídica só trabalha em favor da reputação da empresa, fortalecendo a credibilidade da organização e do profissional de RI. No que tange às informações externas do mercado em que atua, o RI deve reportar à administração da empresa todas as informações, críticas e avaliações que captar desse ambiente, para que auxiliem no processo decisório da alta administração e no planejamento estratégico da empresa;
 - Independência: o profissional de RI necessita, ao exercer suas funções, de independência para comunicar à alta administração qualquer descumprimento de disposições previstas em lei, na regulamentação da CVM ou mesmo das políticas e estatutos internos. Tal princípio reforça a importância da atividade de RI não apenas em face dos demais departamentos e áreas internas corporativas, como notadamente em face do regulador e demais agentes e profissionais externos atuantes no mercado de capitais;
 - integridade e responsabilidade: princípio a ser observado pelo RI que se refere ao cumprimento das leis e normas oriundas dos reguladores que disciplinam seu mercado de trabalho (CVM, Banco Central, Bolsa de Valores etc.). O uso de qualquer informação para vantagem pessoal ou a outrem configura grave inobservância desse princípio.

O RI e a assimetria informacional

É característico em um ambiente de negócios o desnível informacional entre os agentes que nele operam. Em outras palavras, o conhecimento sobre determinado ativo, seja ele um projeto de investimento ou mesmo a ação de uma empresa listada, varia de agente para agente.

Isso ocorre não apenas pelas diversas fontes informacionais existentes no mercado (primárias e secundárias) como também pelo grau de especificidade dos agentes, enquanto alguns realizam análises técnicas e detalhadas sobre um determinado ativo, outros indivíduos tomam suas decisões de investimento desconsiderando tal análise profunda.

Assim, a assimetria informacional é um fator de grande relevância no mercado de capitais. Com efeito, um alto nível de assimetria informacional em relação a determinada empresa ou setor se reflete em um alto grau de incerteza para uma decisão de investimento, usualmente tendo por consequência a exigência, pelos agentes

financiadores – sejam instituições financeiras, investidores nacionais ou internacionais –, de um retorno superior, se comparado a empresas ou setores marcados por um nível informacional mais robusto e equitativo.

Nesse tocante, empresas que restringem a sua divulgação para o mínimo obrigatório, ou seja, apenas disseminam no mercado as informações exigidas pelos reguladores, satisfazem parcialmente a demanda de informações dos investidores e outros usuários da informação, isso porque o nível informacional exigido por esses é, de modo geral, superior ao exigido por aqueles.

Consequentemente, permanece ainda uma lacuna informacional cuja mitigação depende de uma divulgação corporativa mais abrangente e detalhada. Essa lacuna informacional, conhecida como assimetria informacional, é uma das principais áreas de atuação do profissional de RI. Isso porque cabe a esse profissional o conhecimento dessas demandas de informações diversificadas pelos agentes externos à empresa, de modo que toda e qualquer divulgação complementar analisada e proposta pelo RI seja devidamente realizada em conjunto com a alta administração da empresa e condizente com as regras internas corporativas (estatuto, controles internos etc.).

É certo que, ao analisar as demandas informacionais dos investidores e demais agentes, o profissional de RI tem responsabilidade em relação a informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado. Isso porque há muitas informações corporativas de grande relevância estratégica para a empresa, com o que a preservação desse conteúdo sensível à empresa é de responsabilidade do profissional de RI e de todos os gestores e profissionais internos à empresa que tenham acesso a essas informações (Conselho de Administração, Diretoria Executiva, gerências de projetos etc.).

Requisito fundamental para o RI: entender como o mercado avalia sua empresa

As empresas criam e sustentam valor para seus investidores, clientes, colaboradores e demais partes interessadas. Os investidores avaliam o desempenho do negócio. Junto com fatores macroeconômicos, tais como economia, política e os resultados do setor em que atua, o desempenho da empresa determina seu valor e, consequentemente, o preço de suas ações.

Os fatores que influenciam o preço das ações são diversos, alguns deles sendo determinados parcial ou totalmente pela própria empresa, como o preço do produto ou serviço comercializado, o controle interno de custos e despesas, a estrutura administrativa, qualidade das matérias-primas, dentre outros.

No entanto, há um conjunto de fatores relevantes para os quais a influência da companhia é inexistente, ou seja, suas ações podem ser beneficiadas ou prejudicadas por condições estabelecidas por agentes diversos atuantes no ambiente de negócios, como, por exemplo, o governo, as agências reguladoras, os bancos, as empresas

competidoras, entidades reguladoras do mercado (CVM – Comissão de Valores Mobiliários, Bacen – Banco Central, Susep – Superintendência de Seguros Privados e Previc – Superintendência Nacional de Previdência Complementar) etc. Desse modo, cabe à empresa, por meio de sua DRI, a análise desses fatores e dos possíveis cenários do ambiente em que atua.

O desempenho comercial de uma empresa é a base do valor atribuído a uma empresa pelos investidores e outros agentes que atuam no mercado de capitais. Há uma série de medidas de desempenho avaliadas por esses profissionais, notadamente relaciona- das com as margens de lucro, crescimento das receitas e dividendos.

Diante das análises prospectivas econômico-financeiras das companhias, cabe ressaltar a relevância das premissas futuras pelos agentes externos, pois muitos fatores não são conhecidos *a priori*, como por exemplo, qual será a taxa de inflação em um ou dois anos, qual será o nível de vendas daquele setor no longo prazo etc. Nesse contexto, os investidores criam expectativas relativas ao desempenho de uma ou várias companhias e, a partir desses cenários esperados (aumento de lucros, diminuição de prejuízo, estabilidade nas vendas etc.), decisões de investimentos são tomadas (compra, venda ou manutenção da posição).

Assim, resta claro que informação, conhecimento e transparência são as palavras-chave para aperfeiçoar a compreensão do mercado de investidores da em- presa e suas oportunidades de crescimento. Esse é um processo que se inicia com a divulgação de informação corporativa, dividida em dois grandes grupos (obrigatória e voluntária):

- Divulgação obrigatória (ou “mandatory disclosure”): exigida legalmente das companhias devidamente registradas. O principal arcabouço legal refere-se à Lei nº 6.404/76 – Lei das SA. Além disso, a CVM e a própria Bolsa de Valores exigem uma diversidade de informações corporativas e relatórios das empresas listadas. Todo esse material é usualmente disponibilizado publicamente nos “websites” corporativos das respectivas empresas. São exemplos de informações cuja divulgação é obrigatória: fatos relevantes, formulário de referência, formulário cadastral, demonstrativos contábeis (balanço patrimonial, demonstração de fluxos de caixa, dentre outros) etc.
- Divulgação voluntária (ou “voluntary disclosure”): muitas empresas decidem enriquecer seus relatórios e comunicados ao mercado com maior abrangência e detalhamento das informações. Tal conteúdo é importante para os agentes do mercado, para que consigam analisar a empresa com um maior nível de subsídios. São exemplos de informações cuja divulgação é voluntária: detalhamento de informações socioambientais, realização de conferências de resultados trimestrais,

divulgação e análise de projeções econômico-financeiras etc. De qualquer forma é importante que o profissional de RI sempre busque primar pela simplicidade e clareza das informações divulgadas, evitando que o excesso de informações acabe por comprometer sua qualidade.

Como se vê, o profissional de Relações com Investidores tem papel relevante em diversas frentes. Primeiramente por ser o responsável legal pelo relacionamento com os investidores e outros agentes externos que atuam no mercado de capitais, notadamente os reguladores. Além disso, o profissional de RI interage efetivamente com diversas áreas internas da companhia de modo a entender o conjunto de todas as informações corporativas necessárias para satisfazer as demandas regulatórias de divulgação (obrigatória) bem como para a disseminação voluntária de informações. Ressalta-se a sinergia desse profissional com as áreas de finanças, jurídica, contábil e de comunicação, de modo que toda a divulgação corporativa seja realizada em sua completude e integridade, de acordo com as regras de controles internos e de governança corporativa aprovadas pela alta administração da companhia.

Outro ponto de destaque é que o profissional de RI, ao interagir com os agentes externos à empresa – investidores, analistas de mercado, analistas de crédito, reguladores, agências de risco, dentre outros –, assimila as opiniões e expectativas desses indivíduos, levando-as para discussão interna na empresa em que atua, principalmente junto com a alta administração (Diretoria Executiva e Conselho de Administração).

Consequentemente, o profissional de RI atua como um agente de ligação efetiva entre a empresa e o mercado e vice-versa. Esse leque de informações proporciona à administração da empresa uma visão diferenciada, resultando em maior visibilidade da empresa em relação às expectativas dos agentes externos sobre seu desempenho, sua reputação, tendências e práticas dos competidores, dentre outros fatores.

De outro lado, o RI é essencial para disseminar no ambiente de negócios as informações de modo tempestivo e equitativo, comunicando a estratégia e ações corporativas, auxiliando igualmente na assimilação dessas informações pelos diversos agentes do mercado.

Nesse sentido, o RI atua na fusão entre as expectativas do mercado e da empresa. Em outras palavras, o profissional de RI atua no alinhamento de expectativas, tanto internas quanto externas à empresa, com base nas informações públicas divulgadas no mercado em relação à sua própria empresa às competidoras e ao ambiente de negócios como um todo.

O RI e as opções de captação de recursos financeiros no mercado

O mercado é segmentado em nichos de atuação conforme o apetite de risco do investidor e as expectativas das empresas diante das suas necessidades de recursos

financeiros para suas atividades (capital de giro, investimento, amortização de dívidas etc.). Para cada estágio evolutivo da empresa, ocorre uma necessidade de financiamento específica, existindo um segmento da indústria de capital de risco especializado.

As empresas se encontram em diferentes estágios de maturidade, o que faz com que suas necessidades de financiamentos/investimentos estejam de acordo com seu estágio atual de desenvolvimento. A maturidade de uma empresa pode ser representada por diversos aspectos, como: idade da empresa, volume de faturamento, número de clientes, número de produtos, entre outros elementos.

Independentemente do estágio corporativo, é fundamental que haja a atividade de relações com investidores. Isso porque o relacionamento da empresa com seus agentes financiadores é fundamental para se conseguir condições adequadas para as necessidades da empresa, como, por exemplo, o custo de capital menos oneroso, prazos para pagamento alinhados com os projetos de investimentos, compromissos contratuais menos restritivos etc. Essas condições mais favoráveis tornam-se possíveis quando da existência de um fluxo informacional consistente e transparente, de modo a permitir uma avaliação mais robusta da situação econômico-financeira da empresa.

Dentre as diversas alternativas de captação disponíveis no mercado de capitais, destacamos dois grandes grupos: títulos de renda fixa e títulos de renda variável, na perspectiva dos investidores; alternativamente, são conhecidos no mercado como instrumentos de dívida (debêntures, “bonds”, notas promissórias, notas comerciais, empréstimos) e instrumentos de “equity” (em geral, ações, ou, eventualmente, quotas), respectivamente.

Cabe à empresa analisar a adequabilidade da estrutura de capital, de modo a permitir um equilíbrio financeiro das condições inerentes aos diversos instrumentos disponíveis – prazo de vencimento, custo da dívida, montante, compromissos contratuais (“covenants”) e demais termos.

Independentemente da estrutura de capital da empresa, é essencial o inter-relacionamento do profissional de RI com os agentes financiadores.

Por um lado, os investidores titulares dos direitos de renda fixa (debenturistas, adquirentes de “bonds” no exterior e outros) demandam maior detalhamento das informações relacionadas ao risco de crédito da empresa, qualidade da carteira de clientes corporativos e seu nível de inadimplimento, dentre outras, exigindo do profissional de RI um trabalho diferenciado, enfatizando esse perfil de investidor, bem como o relacionamento com agências de “rating” e outros agentes relevantes do mercado especializados na análise desses instrumentos.

Por outro lado, a abertura de capital de uma empresa resulta em ingresso de novos acionistas – institucionais, individuais, internacionais – cuja demanda de informações

tende a ser mais diversificada.

Sinteticamente, enquanto o investidor de dívida foca sua análise de risco notadamente na capacidade da empresa de honrar seus passivos (dívidas de curto, médio e longo prazo), o investidor de “equity” visualiza a empresa mais holisticamente, na medida em que, além desse fator de liquidez, há outros relevantes que são levados em consideração, como o nível de lucratividade, o desempenho comercial da empresa, lançamentos de novos produtos, níveis e parâmetros para distribuição de dividendos, dentre outros.

Há inúmeras empresas que se capitalizam por ambos os tipos de captação, ou seja, emite instrumentos de dívida além de ser listada. Essa complementaridade resulta em um desafio importante para a área de RI, que recepcionará demandas informacionais diferenciadas em essência e foco. Esse posicionamento estratégico da área de RI confere ao profissional uma visão privilegiada da empresa como um todo e tende a torná-lo conhecedor do setor em que a empresa atua e, também, das demais companhias que competem no mesmo mercado.

Consequentemente, é mister a interação da área de RI com outras áreas da companhia: o departamento de RI deve necessariamente ter abertura para, e efetivamente buscar, circular por todas as áreas internas, receber e compartilhar informações atualizadas e acompanhar diariamente o fluxo de novidades tecnológicas, financeiras, mercadológicas, jurídicas e de comunicação.

A capacidade de interação com o conjunto da companhia é essencial para garantir o sucesso da política de relacionamento com os agentes do mercado e assegurar o cumprimento, pelo Diretor de Relações com Investidor (DRI), do seu dever de garantir que sejam imediatamente divulgadas as informações relevantes, capazes de afetar a cotação dos valores mobiliários emitidos pela empresa e de influenciar nas decisões de investimento.

A definição das atividades de RI e o grau de responsabilidade atribuído aos profissionais da área variam de acordo com as características da empresa e com o nível de relacionamento que esta pretende desenvolver junto aos agentes do mercado de capitais.

Em todas as circunstâncias, o apoio do topo da administração e o engajamento do presidente executivo em fortalecer as atividades de RI são fundamentais. A aproximação da área de RI com a alta administração ajuda a minimizar conflitos e a reduzir riscos inerentes ao exercício dessa atividade, corroborando para a busca e alcance de melhores resultados.

Segmentação dos públicos estratégicos

O relacionamento com os diversos públicos é uma preocupação central da atividade

de RI, pois é preciso atuar de forma diferenciada com cada um deles, cabendo-lhe fazer a ponte entre a companhia e os órgãos reguladores do mercado, bem como entre a empresa e demais agentes.

A legislação estabelece uma série de normas a serem cumpridas pelos profissionais de RI. Todo ato ou fato relevante relacionado aos negócios da companhia é, necessariamente, comunicado à CVM, à Bolsa de Valores e à entidade do mercado de balcão organizado. É importante que essa comunicação seja clara, rápida e precisa.

Da mesma maneira, o relacionamento com outros públicos exige a definição de diretrizes objetivas e realistas para que o fornecimento de informações se dê de modo ágil e democrático.

Trata-se de uma atividade central e complexa o relacionamento com um público heterogêneo – investidores, acionistas, analistas, imprensa especializada, universidades, órgãos governamentais, autoridades locais e internacionais e outros –, o que, evidentemente, implica superação de eventuais dificuldades de comunicação.

De modo a permitir uma maior compreensão desses agentes externos que se relacionam com o profissional de RI, apresenta-se abaixo um breve detalhamento dos principais:

- Analista “buy-side”: abrange os analistas e os gestores de fundos de investimentos. São profissionais que atuam em negociações cujos movimentos de compra ou venda, quando associados a grandes fundos, podem afetar as oscilações e tendências do mercado. Cabe à área de RI suprir esses analistas com informações adequadas às suas demandas. O foco desse analista tende a serem fatores de longo prazo, havendo em geral maior ênfase no detalhamento de informações econômico-financeiras além de questões relativas à governança corporativa da companhia. Além disso, esses profissionais demandam constantemente um contato direto com a alta administração da companhia e podem atuar como representantes dos acionistas. Cabe ao RI o atendimento a essas solicitações, bem como a definição e orientação quanto ao modo pelo qual as questões devem ser tratadas pela alta administração.
- Analista “sell-side”: é o profissional que atua em bancos e corretoras de valores, prospectando oportunidades de investimentos e recomendando a compra, venda ou manutenção de ações. Esse analista acompanha com grande frequência o comportamento das ações, e, conseqüentemente, suas demandas de informação são focadas na necessidade de dados pontuais e mais detalhados, refletindo em um contanto mais assíduo com a área de RI das companhias.

-
- Investidores institucionais: nomenclatura dada aos fundos de pensão, fundos de investimento e outros correlatos que usualmente requerem um fluxo de informações constante e abrangente com a companhia. Isso porque tais fundos necessitam permanentemente de dados para basear suas análises e estratégias de médio e longo prazos. Esse segmento tem por obrigação satisfazer as demandas criadas por seus modelos de alocação de recursos, o que significa maior volume de informações qualificadas divulgadas pela companhia. Acionistas com esse perfil detêm geralmente um patrimônio elevado, sendo, portanto, potenciais compradores de volumes mais expressivos de ações, compartilhando algumas vezes do controle do capital da empresa, o que confere maior relevância ao respectivo investimento realizado em termos econômicos e de influência na gestão dos negócios.
 - Investidores pessoas físicas: usualmente referenciados como investidores individuais, cuja participação é essencial para ampliar a base acionária da companhia e a consistência do mercado de capitais. Esses agentes são sensíveis às informações sobre a política de dividendos e aos momentos de instabilidade, já que transacionam de modo geral pequenos montantes oriundos de reservas financeiras pessoais. Os meios de comunicação da área de RI com esses investidores são a participação em reuniões periódicas para apresentação dos resultados da companhia, divulgação de informações no site da companhia, na internet e em jornais impressos, “chats”, boletins impressos e comunicações via “e-mail”.

Seja como for, e ainda que haja diversos públicos a serem atendidos, um dos maiores desafios para o profissional de RI está em atender esses públicos em suas respectivas demandas e, ao mesmo tempo, garantir a todos o mesmo nível de informação a respeito da empresa e de seus negócios, de forma clara, simples, objetiva e equitativa.

Atribuições básicas da área de RI

Coerentemente com a diversidade de públicos com os quais o profissional de RI se inter-relaciona, o escopo de atuação desse profissional é amplo, embora seja demandado por questões com elevado grau de especificidade. Resumidamente, as principais atribuições do RI são:

- Atuação como porta-voz da companhia na comunicação com o mercado de modo geral: o RI é a peça-chave para criar e consolidar a reputação corporativa em vários níveis de comunicação, não apenas por exigência legal, mas notadamente pela própria posição que ocupa na empresa o porta-voz corporativo para todo o público interessado, financeiro ou não financeiro (acionistas, analistas, investidores, bolsa, órgãos reguladores e imprensa), devendo estar preparado para atuar tanto em

momentos de otimismo marcados por desempenhos excepcionais da empresa como em períodos de crises ou adversidades do ambiente de negócios.

- Relacionamento com os órgãos reguladores, entidades e instituições do mercado, bolsa de valores e mercados de balcão: interlocução de caráter primordial para todo e qualquer profissional de RI independentemente do porte da empresa ou setor de atuação. É certo e absolutamente essencial o cumprimento das exigências de caráter legal e regulatório dentro dos prazos estabelecidos. A regularidade e efetividade dos processos internos, com o envolvimento das respectivas áreas, são essenciais para que tais demandas regulatórias sejam atendidas em sua plenitude e de modo consistente. A responsabilidade do Diretor de Relações com Investidores está diretamente relacionada ao cumprimento de diversas obrigações requeridas por lei e regulações específicas, notadamente as emanadas pela CVM, dentre outros reguladores de mercado (Bacen, Susep, Previc, a própria Bolsa etc.).
- Ampliação da base acionária: a liquidez dos títulos e valores mobiliários é um dos pilares para a criação e preservação do valor da empresa. Uma base acionária diversificada é meta para o RI, que também precisa acompanhar frequentemente as suas alterações (quais perfis de investidores ingressaram, quais foram aqueles que venderam as ações, os volumes transacionados por dia etc.).
- Contribuição para definir a estratégia corporativa e ideias que agreguem valor: o papel estratégico do RI não está apenas na participação efetiva dos núcleos corporativos de planejamento, mas também em sua capacidade de internalizar na companhia a discussão de tópicos e ideias captados diante do inter-relacionamento desse profissional com os públicos externos. Com efeito, o RI está em contato frequente com fontes externas de informações e práticas que podem contribuir para a melhoria e inovação da empresa em que atua, com o que se mostra essencial sua participação na avaliação contínua das respostas do mercado à atuação da companhia e na reflexão interna desses pontos com outras áreas internas, em especial, com a alta administração da empresa;
- Integração do programa de comunicação entre as diversas áreas da companhia: comunicação efetiva é alcançada por meio da disseminação de informações completas e tempestivas, sendo primordiais a interlocução e integração dos dados corporativos de todas as áreas internas.

-
- Planejamento e execução da divulgação de informações obrigatórias e voluntárias: para que o RI implemente um fluxo de informações voluntárias da companhia, é necessário um plano envolvendo não apenas a alta administração, como as áreas internas da companhia, de modo que a execução das ações voltadas à divulgação voluntária não seja apenas pontual, mas consistente e perene, independentemente do desempenho corporativo.
 - Acompanhamento das avaliações/análises feitas sobre a companhia, bem como das condições de negociação dos seus valores mobiliários: a interlocução do RI com o público externo atuante no mercado de capitais proporciona a esse profissional um acesso diferenciado às avaliações e expectativas externas da empresa, cabendo ao RI assimilar e internalizar essas informações com a alta administração da empresa, de modo a diagnosticar possíveis oportunidades de otimização de processos e/ou práticas de comunicação, bem como maior conhecimento da percepção externa da reputação e imagem corporativas.
 - Coordenação e acompanhamento dos serviços aos acionistas e respectivas assembleias: a variedade de perfis de investidores requer um conjunto diversificado de ações para atendimento às demandas desses agentes – atendimentos pessoais, digitais e telefônicos, comunicação de dividendos e outros proventos pagos aos acionistas etc. Além disso, o RI tem papel fundamental na organização e disseminação de informações obrigatórias decorrentes da realização das assembleias gerais ordinárias e extraordinárias de acionistas. Com o advento da ICVM nº 561/2015, o voto a distância é reconhecido como importante mecanismo facilitador da participação do acionista nas decisões de matérias assembleares. Para implementação plena desse mecanismo é essencial o envolvimento da área de RI no processo.
 - Reuniões públicas e individuais com analistas de investimento, acionistas e investidores potenciais: a organização e participação em reuniões públicas pelo RI permitem à empresa um conhecimento dos diversos perfis de investidores interessados em seus títulos e valores mobiliários, ou seja, qual tipo de investidor a empresa atrai e quais são as perspectivas desses e outros agentes para com a administração da companhia, notadamente em termos de lucratividade, precificação dos seus ativos, situação econômico-financeira, práticas de governança corporativa etc. Ressalta-se maior atenção e zelo em relação às informações discutidas quando da realização de reuniões individuais, também conhecidas como “one-on-one meetings”. Isso porque, em tais reuniões, há geralmente a presença de um investidor relevante, de modo que o RI deve atendê-lo sempre na presença de outro executivo da

empresa, objetivando que o diálogo se restrinja apenas às informações de caráter público, sem qualquer menção de dados relevantes ainda não divulgados ao mercado.

- Participação e divulgação dos mecanismos de gerenciamento de riscos corporativos: não apenas o fluxo informacional de divulgação requer um controle minucioso e efetivo para evitar problemas quando da disseminação das informações, como também é mister a existência de controles internos dos colaboradores e profissionais que possuam acesso à informação privilegiada. Além disso, há uma crescente demanda pelos reguladores de mercado e investidores por informações acerca de como a administração da companhia gerencia a diversidade de riscos aos quais o negócio está exposto, como, por exemplo, o risco de liquidez, de crédito, de reputação e de viabilidade das operações em decorrência de fatos específicos (escassez de matéria-prima ou de mercado consumidor, continuidade de linha de negócio, novas empresas entrantes com vantagens competitivas não acessíveis etc.).
- Gestão de crises e ocorrências críticas: determinadas situações exigem um posicionamento imediato e efetivo da empresa, como em situações de acidentes críticos e outros imprevistos com impacto relevante nas operações da empresa ou mesmo em sua reputação. Nesses momentos, o RI, como porta-voz natural corporativo, é demandado por diversos agentes para que se pronuncie de modo a comunicar o plano de ação da empresa para remediar a situação. Similarmente, em períodos adversos, a gestão de crise, resultante de fatores internos ou externos à companhia, recai sobremaneira na área de RI, cuja incumbência de reportar ao mercado lhe confere maior exposição diante dos agentes direta ou indiretamente envolvidos. Consequentemente, o RI precisa participar ativamente de planos contingenciais e de gestão de crises, independentemente das causas e do nível de gravidade.

Atividades institucionais e perspectivas para o profissional de RI

Em razão do contínuo crescimento e engajamento do profissional de RI no mercado de capitais, diversas ações vêm sendo realizadas em prol do desenvolvimento da atividade e desse profissional.

Uma dessas ações refere-se à aprovação da ocupação de Relações com Investidores junto ao Ministério do Trabalho, promovida pelo Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI, por meio da inclusão dessa carreira, já desde 2015, na Classificação Brasileira de Ocupações – CBO, uma evidência do reconhecimento desse profissional que passou a integrar os registros e estatísticas oficiais associados a essa classificação.

Outra ação institucional refere-se ao desenvolvimento do programa de certificação, criado pelo IBRI, chamado CPRI – Certificação do Profissional de Relações com Investidores, lançado em 2013, cujo objetivo é o de fomentar a qualificação contínua dos profissionais de RI atuantes no mercado de capitais brasileiro.

Desse modo, há uma constante preparação desse profissional à luz dos desafios atuais e futuros da atividade e dos agentes do mercado. Evidência desse fato é a existência de cursos voltados a essa temática, notadamente o MBA de Finanças, Comunicação e Relações com Investidores, já há anos mantido pela FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, em parceria com o IBRI.

Referências

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS & INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Relações com investidores: da pequena empresa ao mercado de capitais. 2013. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/Livro-IBRI-CVM.html>. Acesso em: 20 maio 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 9/1979.
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 32/1984.
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 60/1987.
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 202/1993.
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 309/1999.
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 480/2009.
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 561/2015.
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 586/2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Mercado de valores mobiliários brasileiro*. Programa TOP. 3ª Edição. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Princípios Éticos e Código de Conduta Profissional Relações com Investidores. Março de 2021 Disponível em: http://www.ibri.com.br/Upload/Conteúdo/Codigo_de_Conduta.pdf. Acesso em: 20 maio 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES. O Estado da Arte das Relações com Investidores no Brasil. 2. ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Relações com Investidores, 2012. Disponível em: http://www.ibri.com.br/Upload/Conteúdo/Estado_Arte.pdf. Acesso em: 20 maio 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Novo Guia de Relações com Investidores. Disponível em: http://www.guiari.com.br/includes/pdfs/GuiaRI_Rapido.pdf. Acesso em: 20 maio 2021.

Autores

Emerson Drigo da Silva – Mestre em Direito Econômico e Financeiro pela Faculdade de Direito do Largo de São Francisco (USP); Associado e Membro da Comissão Técnica do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI; Associado do Conselho Empresarial da América Latina – CEAL; Professor Convidado e Orientador de Trabalhos de Conclusão de Curso da pós-graduação lato sensu da Faculdade de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (GVLaw), nas disciplinas de Direito Societário e Operações de M&A; Advogado e Sócio Fundador de Vieira, Drigo e Vasconcellos – Sociedade de Advogados.

Luiz Fernando Distadio – Doutorando em contabilidade e finanças na University of Technology of Sydney (UTS) e Mestre pela University of Birmingham; pesquisador e professor assistente na UTS; sólida experiência em relações com investidores e contabilidade financeira em instituições financeiras e do terceiro setor, incluindo o IBRI.

7

INFRAÇÕES ADMINISTRATIVAS E CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS

JULYA SOTTO MAYOR WELLISCH

ADVOGADA. DIRETORA JURÍDICA DA VINCI PARTNERS. MESTRE EM DIREITO COMERCIAL PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP). ESPECIALISTA EM REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS PELA UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO (UFRJ). EX- PROCURADORA FEDERAL. EX-PROCURADORA-CHEFE DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM).

O mercado de valores mobiliários rege-se por regras bastante específicas, as quais têm por objetivo, especialmente, a manutenção do princípio da equidade nas operações nele realizadas, de modo que os participantes do mercado possam negociar em igualdade de condições¹.

Foi com esse objetivo de assegurar igualdade e equilíbrio a todos os participantes, resguardando a necessária confiabilidade do mercado de valores mobiliários, que a CVM, com fundamento na Lei nº 6.385/76, editou a Instrução CVM nº 8/79.

Tal como consta da Nota Explicativa nº 14, editada na mesma data da Instrução CVM nº 8/79, a necessidade de evitar modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço, bem como de que fossem observadas práticas comerciais equitativas no mercado de capitais, já era sentida desde a Lei nº 4.728/65, que, em seu art. 2º, incisos III e IV, incluía tal necessidade entre as linhas que deveriam nortear a atuação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e, à época, do Banco Central do Brasil (Bacen).

Assim, foi editada a Resolução CMN nº 39, de 20 de outubro de 1966, que, reproduzindo substancialmente os termos da lei, estabelecia a proibição da prática de manipulação ou fraude destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários negociados em Bolsa ou distribuídos no mercado de capitais, bem como, simultaneamente, a vedação do uso de práticas comerciais não equitativas.

Até então não se cogitava da necessidade de prévia conceituação, pelos órgãos reguladores, do que fosse, por exemplo, prática não equitativa ou operação fraudulenta, entendendo-se, naquela época e segundo consta da mencionada Nota Explicativa, que o uso daquelas expressões genéricas não prejudicaria a coercitividade da regra jurídica, à vista da então aparentemente nítida evidência do seu alcance real.

Em boa hora, contudo, a Lei nº 6.385/76 modificou essa sistemática, atribuindo à CVM competência para definir a configuração dessas práticas, mas, ainda assim, emprestando grande flexibilidade à atuação sancionadora da Autarquia sobre o mercado.

Assim, a Instrução CVM nº 8/79 conceituou, de forma propositadamente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários.

Revelam-se, assim, figuras típicas de conteúdo bastante amplo, verdadeiros standards legais, assemelhando-se à figura penal dos “tipos abertos”. Eis que a Instrução definiu os contornos de um conjunto de práticas que se deseja evitar, devendo a interpretação

¹ As considerações a seguir lançadas estão baseadas em obra que tivemos a oportunidade de escrever em coautoria com Alexandre Pinheiro dos Santos e Fábio Medida Osório (SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Jula Sotto Mayor. *Mercado de Capitais: Regime Sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012.).

e a aplicação dessas normas serem feitas de acordo com as peculiaridades de cada caso concreto, dada a mutabilidade de tais práticas e o dinamismo próprio dos ilícitos econômicos. Não é à toa, aliás, que a Instrução CVM nº 8/79 encontra-se em vigor até os dias atuais e sem jamais ter sofrido qualquer alteração, adaptando-se a situações fáticas quicá impensáveis no final da década de 1970.

Ademais, e considerando a especial relevância dos bens jurídicos ou valores tutelados pela vigência da norma, quais sejam, a confiabilidade, a transparência, a equidade ou, simplesmente, o funcionamento regular do mercado de valores mobiliários, a norma também prevê a possibilidade de punição agravada daqueles que, pelo seu comportamento, atentarem contra os interesses nela albergados.

Conforme previsto no item I da Instrução CVM nº 8/79, é vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários (i) a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; (ii) a manipulação de preço; (iii) a realização de operações fraudulentas; e o (iv) uso de práticas não equitativas.

São esses os principais ilícitos contra o mercado de capitais e que serão a adiante explicitados.

7.1. Condições Artificiais de Demanda, Oferta ou Preço de Valores Mobiliários

A letra a do item II da Instrução CVM nº 8/79 define como condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários *“aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários”*.

A norma visa a tutelar o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários, o qual se fundamenta na regra básica da oferta e da procura. O sujeito ativo, por meio da prática de uma série de operações artificiais ou simuladas, altera o livre processo de formação de preços, fazendo com que os demais participantes tenham um parâmetro equivocado não apenas em relação ao verdadeiro volume de operações, mas também, e principalmente, relativamente ao preço praticado nos negócios aparentemente realizados.

Conforme já decidiu a CVM, na criação artificial de demanda,

o prejuízo potencial dirige-se à generalidade dos detentores de

determinado valor mobiliário e ao mercado como um todo, que receberiam uma sinalização fictícia a respeito de determinado valor mobiliário. Nesse mesmo tipo de operação, entendo que não há ganho ou perda entre as partes que participam da criação dessas condições artificiais, são operações que, na verdade, não existiriam em essência, não fosse a pretensão de se criar um falso mercado, um falso parâmetro de preço ou volume. Percebe-se, portanto, que deste tipo de infração resultariam prejuízos a um número considerável de investidores, e, por que não dizer, à estabilidade e integridade do mercado.²

O tipo não exige, portanto, a busca ou a obtenção de qualquer resultado material para o agente, constituindo ilícito administrativo de mera conduta. A norma, neste particular, não se destina a coibir a intenção de obter vantagem indevida, mas, sobretudo, tutelar a integridade e o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários, para que não haja um falso parâmetro, uma sinalização fictícia para todo o público investidor em potencial, como indica o precedente antes referido.

Nesse sentido, o Colegiado da CVM também já decidiu que a conduta prevista na letra a do item II da Instrução CVM nº 8/79

não exige, para a sua configuração, a existência de prejuízo [...]. Para tanto, basta que se verifiquem alterações no fluxo de ordens de compra ou venda dos papéis decorrentes de negociações preestabelecidas, tal como ocorreu no caso em tela, em que a bolsa foi indevidamente utilizada para a satisfação de interesses particulares, a partir da livre transferência de recursos entre participantes do mesmo grupo em operações que não visavam efetivamente transferir a propriedade dos títulos negociados.³

Em casos de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, são realizadas operações adrede combinadas, na maioria das vezes com a participação de intermediários, que, a despeito de observarem as formalidades operacionais, configuram, na verdade, indevida utilização da bolsa de valores.

Nesses casos, em geral, não está presente o natural conflito de interesses que deve existir entre alienante e adquirente para a determinação do valor justo do ativo, haja vista que, apesar de as partes serem formalmente distintas, as operações representam uma única vontade, de modo que os preços praticados acabam por não refletir as livres forças de mercado.

Criar condições artificiais de mercado significa, portanto, promover negócios que dão

² PAS 2/99, Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, julgado em 6-9-2001.

³ PAS 16/2001, Diretora Relatora Norma Parente, julgado em 3-11-2005. Embora os acusados tenham sido absolvidos, permanecem válidas as afirmações de cunho geral acerca da caracterização do ilícito de criação de condições artificiais de demanda.

a falsa impressão de que são reais, verdadeiros e autênticos, mas que, na verdade, se prestam para outra finalidade. Como já decidiu o Colegiado da CVM, é

*“na dissimulação da verdadeira finalidade do negócio que consiste a essência da criação de condições artificiais de mercado. A artificialidade, no caso, estava presente em cada negócio que forjava uma compra e venda de contrato de índice, quando na realidade se tratava de uma operação para gerar lucro ou prejuízo para determinados comitentes”.*⁴

O tipo em questão descreve a conduta de criação de condições artificiais de demanda, oferta, e preço, como a “alteração do fluxo normal de ordens de compra e venda”. O fluxo normal, segundo precedentes do Colegiado da CVM, é aquele derivado de condições de mercado, não abarcando operações para fins diversos daqueles normalmente esperados. Para que o fluxo normal de mercado seja respeitado, é preciso que as operações sejam realizadas sob condições de equilíbrio e independência, de participantes pré-dispostos a obterem um preço de mercado determinado livremente pelas forças de oferta e demanda.

A propósito, cabe esclarecer que o tipo também não exige a comprovação do montante da alteração no fluxo de ordens do mercado. Como já decidiu o Colegiado da CVM,

*“havendo artificialidade, há efetiva alteração no fluxo de ordens no mercado. Independentemente do volume ou do mercado em que foram operados, os negócios artificiais interferem, sempre, no bom funcionamento do mercado, que passa a ser um meio para transações com finalidades impróprias”.*⁵

Assim, quaisquer operações cujos participantes (isolada ou conjuntamente) provoquem propositalmente alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários encontra-se vedada pela norma, que se destina, como visto, à proteção da transparência e da eficiência do processo de formação de preço dos valores mobiliários.

Se os participantes de mercado pudessem transacionar valores mobiliários (ainda que operando em lotes pequenos) de forma a assegurar a transferência de riqueza entre si, ajustando antecipadamente o preço, e consequentemente os ganhos e as perdas, imediatamente, o preço de mercado não seria mais livremente determinado por partes independentes e, sob tais condições,

“teríamos um preço amorfo, sem transparência e percebido pelos participantes de mercado como sendo artificial. O resultado evidentemente

4 PAS 24/2000, Relatora Diretora Norma Parente, julgado em 18-08-2005.

5 PAS 12/2004, Relator Diretor Alessandro Broedel, julgado em 11-05-2010. No mesmo sentido, vale conferir a decisão proferida no PAS 06/2004, Relator Diretor Alessandro Broedel, julgado em 09-11-2010 e também a já citada decisão proferida no PAS 24/2000, Diretora Relatora Norma Parente, julgado em 18-08-2005, na qual restou claro que a quantidade de operações necessárias à alteração do fluxo de ordens não é elemento do tipo, “servindo, quando muito, tal informação, unicamente para a dosimetria da pena”.

seria o prejuízo para a formação de preço de mercado. E quando os preços não servem mais para alocar recursos eficientemente, o mercado minguava e perde sua própria razão de ser”.⁶

Como já decidiu o Colegiado da CVM, para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários, é imprescindível que esse processo seja pautado pela relação entre oferta e demanda, a qual não pode ser influenciada por interferências indevidas em qualquer dessas pontas. Desse modo,

“a potencial criação tanto de aparente demanda quanto de aparente oferta de valores mobiliários contribui para a transmissão de um sinal ilusório ao mercado quanto à liquidez de um determinado título e, consequentemente, pode prejudicar a confiança e a higidez do mercado. Por isso, as operações feitas com finalidades alheias ao mercado têm sido interpretadas como a criação de uma condição artificial para fins da Instrução CVM nº 8, de 1979”.

A propósito, e como exemplo típico do ilícito de criação de condições artificiais de demanda, pode ser mencionado o esquema notoriamente conhecido como “esquentar-esfria”, que ocorre quando

determinados negócios são intencionalmente distribuídos a clientes interessados em apresentar ganhos e outros a clientes interessados em apresentar perdas [...]. Com base nessa caracterização, com relação às pontas perdedoras nas operações, a justificativa para as operações é a diferença de alíquotas incidente sobre o ganho da pessoa física na operação e o ganho da pessoa jurídica, no exercício social. A redução da carga tributária assim obtida compensaria os custos da operação e a perda de legitimidade dos recursos que retornam à perdedora. Já as pontas ganhadoras, passariam a legitimar recursos que tenham por origem atividade ilícita ou atividade lícita sem pagamento de imposto (lavagem de dinheiro). Na primeira das hipóteses, a operação se justifica pela legitimação dos recursos, e, na segunda, a diferença de alíquotas é o que justificaria economicamente a operação⁸.

Em relação ao mercado futuro, a Deliberação CVM nº 14/1983 esclarece que as operações consideradas legítimas nos mercados de opções e a futuro não se confundem com negociações efetuadas nesses mercados, que, embora atendendo a requisitos de ordem formal, sejam realizadas com a finalidade de gerar lucro ou prejuízo, previamente ajustados, caracterizando-se tais operações, em geral,

“pela emissão de ordens de compra e venda com coincidência de intermediário, comitente, preço, horário ou quantidade, envolvendo

6 Decisão proferida pela CVM nos autos do PAS CVM 04/2013, de que foi Relatora a Diretora Ana Novaes, julgado em 25-02-2014.

7 PAS CVM 12/2010, Relatora Diretora Luciana Dias, julgado em 07-10-2014.

8 PAS 2/2002, Diretor Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 17-1-2007.

grandes lotes, em opções de compra, ou em operações a futuro seguidas, em curto lapso de tempo, de operações reversas, ou com outras características que as diferenciem das negociações regulares”.

Afora os elementos já mencionados, o tipo administrativo exige ainda a prática de uma ação ou omissão dolosa, sendo certo, a propósito, que a jurisprudência do Colegiado da CVM e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) admite a presença do chamado dolo eventual, na medida em que se constate, pelas peculiaridades próprias de determinado caso concreto, assim como pelos atos e circunstâncias em que perpetradas as operações, que o sujeito assumiu, com suas ações ou omissões, o risco de incorrer na conduta ilícita⁹.

O que não parece juridicamente viável, em qualquer dos ilícitos previstos na Instrução CVM nº 8/79 - mesmo para aqueles em que a letra do tipo especificamente considerado não exija o dolo - é a condenação por uma atuação ou participação meramente culposa.

7.2. Manipulação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários

A manipulação de preços no mercado de valores mobiliários consiste na “*utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda*”.

Diferentemente da “criação de condição artificial de demanda, oferta e preço”, no ilícito de manipulação de mercado, a utilização de manobras artificiais destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário tem a finalidade maior de induzir terceiros a adquirir ou alienar os papéis sobrevalorizados ou subavaliados.

São, portanto, realizadas manobras, operações, ou utilizado qualquer artifício, com a intenção de criar um falso mercado para determinado papel, de modo que terceiros incautos acabem por adquirir o título manipulado a um preço que, por conseguinte, não refletirá o seu verdadeiro valor.

Além disso, e como a própria denominação dos ilícitos indica, a criação de condições artificiais é mais ampla do que a manipulação. Aquela abrange não apenas os preços, como ocorre com a manipulação, mas também a demanda e a oferta dos títulos.

Assim como na criação de condições artificiais de demanda, a configuração do ilícito de manipulação não exige a comprovação de qualquer resultado material efetivo,

⁹ Nesse sentido, veja: PAS 39/98, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, julgado em 21-11-2001; PAS 1/99, Diretor Relator Marcelo Trindade, julgado em 19-12-2001; PAS SP2001/0236, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 19-4-2004; e PAS 4/2000, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, julgado em 17-2-2005.

constituindo, especificamente, ilícito administrativo de natureza formal. Aqui, tal como lá, a norma visa a proteger a estabilidade e a integridade do mercado, ou, simplesmente, o regular funcionamento do sistema de formação de preços, para que não haja um mercado fictício, com falsos parâmetros de preços.

Como exemplo¹⁰ de manipulação de preços, pode ser citado o esquema conhecido no mercado como *pump and dump*¹¹ (ou *hype and dump manipulation*) que, resumidamente, consiste em adquirir uma significativa quantidade de determinado papel e, posteriormente, disseminar informação falsa de natureza positiva acerca do ativo, com o objetivo de produzir uma elevação do seu preço em mercado e o interesse dos demais investidores, momento em que a posição é alienada.

Em suma, os agentes, além de espalharem notícias falsas a respeito de determinado valor mobiliário, também podem realizar uma série de operações previamente combinadas entre pessoas relacionadas, com a intenção de elevar a cotação do título. Em seguida, e uma vez supervalorizados, os papéis são imediatamente alienados no mercado, fazendo com que os agentes dessa nefasta prática aufram vultosos lucros.

Prática oposta ao *pump and dump* é aquela conhecida como *trash and cash*, que consiste, basicamente, na venda seguida de disseminação de informação falsa de compra. O agente dessa prática assume uma posição vendida em um valor mobiliário

10 A IOSCO, em trabalho desenvolvido pelo seu Comitê Técnico, lista alguns outros exemplos de manipulação de mercado: “(i) engaging in a series of transactions that are reported on a public display facility to give the impression of activity or price movement in a security (*painting the tape*); (ii) improper transactions in which there is no genuine change in actual ownership of the security or derivative contract (*wash sales*); (iii) transactions where both buy and sell orders are entered at the same time, with the same price and quantity by different but colluding parties (*improper matched orders*); (iv) increasing the bid for a security or derivative to increase its price (*advancing the bid*); (v) buying activity at increasingly higher prices. Securities are sold in the market (often to retail customers) at the higher prices (*pumping and dumping*); (vi) buying or selling securities or derivatives contracts at the close of the market in an effort to alter the closing price of the security or derivatives contract (*marking the close*); (vii) securing such control of the bid or demand-side of both the derivative and the underlying asset that leads to a dominant position. This position can be exploited to manipulate the price of the derivative and/or the asset (*corner*). As regards derivatives, in a corner, a market participant or group of participants accumulates a controlling position in an asset in the cash, derivative and other markets. The market participant or group of participants then requires those holding short positions to settle their obligations under the terms of their contracts, either by making delivery or by purchasing the asset from the manipulator or by offsetting in the derivatives market opposite the manipulator at prices distorted by the manipulator; (viii) taking advantage of a shortage in an asset by controlling the demand-side and exploiting market congestion during such shortages in such a way as to create artificial prices (*squeeze*); (ix) dissemination of false or misleading market information through media, including the Internet, or by any other means. The dissemination is done in order to move the price of a security, a derivative contract or the underlying asset in a direction that is favorable to the position held or a transaction planned by the person disseminating the information”. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>. Acesso em: 22 set. 2011.

11 A SEC assim define esse esquema: “Pump and dump schemes, also known as *hype and dump manipulation*, involve the touting of a company’s stock (typically microcap companies) through false and misleading statements to the marketplace. After pumping the stock, fraudsters make huge profits by selling their cheap stock into the market. Pump and dump schemes often occur on the Internet where it is common to see messages posted that urge readers to buy a stock quickly or to sell before the price goes down, or a telemarketer will call using the same sort of pitch. Often the promoters will claim to have *inside* information about an impending development or to use an infallible combination of economic and stock market data to pick stocks. In reality, they may be company insiders or paid promoters who stand to gain by selling their shares after the stock price is *pumped* up by the buying frenzy they create. Once these fraudsters dump their shares and stop hyping the stock, the price typically falls, and investors lose their money”. Disponível em: <http://www.sec.gov/answers/pumpdump.htm>. Acesso em: 21 set. 2011. Para consultar a definição legal de manipulação de preços no mercado norte-americano, ver as Seções 9 e 10 do *Securities Exchange Act* de 1934. Disponível em: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>. Acesso em: 21 set. 2011.

e, posteriormente, dissemina informações enganosas negativas com o objetivo de fazer baixar o preço daquele ativo. Neste momento a posição é fechada, obtendo-se vantagem na diferença entre o preço de venda e o posterior preço de compra.

Também são comuns, aqui e alhures, casos conhecidos como de manipulação intermercados, que consiste em efetuar transações com um valor mobiliário em um determinado mercado de forma a influenciar o seu preço, ou o de outro valor mobiliário relacionado, noutro mercado.

Em tais situações, os sujeitos ativos do ilícito podem realizar, por exemplo, uma série de operações no mercado à vista de determinado título com a intenção de elevar ou baixar a sua cotação, para, com isso, auferir ganhos indevidos no mercado futuro daquele mesmo título - ou de valores mobiliários nele referenciados¹².

7.3. Operação Fraudulenta no Mercado de Valores Mobiliários

Operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, segundo o que dispõe a letra c do item II da Instrução CVM nº 8/79, é *“aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros”*.

Seguindo a opção regulatória explicitada na Nota Explicativa nº 14/79, o ilícito ora

¹² Um caso no qual ocorreu exatamente essa forma de manipulação foi o objeto do PAS SP2001/0236, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 19-7-2004. Os fatos e fundamentos da decisão foram, em resumo, os seguintes: o Banco acusado realizou, no mercado à vista da Bovespa (atual B3), operações de venda de ações que compunham o Ibovespa, provocando, assim, sensível queda no valor de fechamento daquele índice e gerando benefícios para a instituição financeira – na primeira data, em operações com contratos de Ibovespa futuro e, na segunda, com opções flexíveis de compra do Ibovespa, por deter aquele Banco posições vendidas na BM&F (atual B3). Nas duas oportunidades, o banco acusado emitiu ordens de venda de grandes lotes de ações nos 5 minutos finais do pregão, quando se realiza o call de fechamento, a preços inferiores aos então praticados, o que teria contribuído, de forma decisiva, para a queda do Ibovespa nos dias em questão. Como a Bovespa já vinha antecipando ao mercado, passaria a vigorar, em 2-5-2000, uma nova carteira teórica do Ibovespa, que traria, dentre outras alterações, a retirada dos Recibos de Carteira de Ações Telebrás ON e PN (RCTB31 e RCTB41, respectivamente). Em 28-4-2000 – último dia útil antes da data de modificação da composição do Ibovespa –, o Banco acusado atuou fortemente no call de fechamento vendendo aqueles Recibos, o que teria gerado forte impacto negativo no Ibovespa. Conforme destacado pela área técnica acusadora, o preço das ofertas de venda era notavelmente inferior aos praticados no mercado até aquele momento, tendo sido criada uma situação em que um vendedor tentava alienar ações por preço inferior ao oferecido por um comprador, subvertendo a lógica econômica de todo o processo de formação de preços. Os beneficiados por essa atuação foram aqueles com posição vendida no dia 2 de maio (mais de 25 mil contratos em aberto), um deles com 1.670 contratos vendidos. Como o mercado futuro no dia 2 de maio teve que se ajustar ao Ibovespa à vista, a queda na cotação do Ibovespa futuro implicou ajustes positivos (ganhos) para aqueles “vendidos”, e negativos para aqueles com posição “comprada” (perdas). Assim, o Colegiado da CVM considerou presentes os elementos caracterizadores da manipulação de preços, na medida em que (i) utilizou-se o banco acusado da colocação de ordens de venda com preços e quantidades que, caso atendidas, levariam à queda de preços no call, (ii) de forma a alterar o valor de fechamento do Ibovespa em 28 de abril e 27 de junho de 2000, o que foi viabilizado com (iii) a atração de investidores compradores durante o call, com um matching de ordens de compra e de venda que efetivamente resultou em queda na cotação do índice.

enfocado contempla redação abrangente, que inclui todas as situações em que o sujeito se utilize de ardis ou artifícios, valendo-se de comportamentos maliciosos, de artimanhas, trapaças ou subterfúgios com o fim de enganar, para induzir ou manter terceiro em erro e, assim, obter vantagem patrimonial indevida para si ou para outrem.

Tal como ocorre em relação aos tipos anteriormente mencionados, a existência de prejuízo ao investidor ou o efetivo recebimento da vantagem indevida não são requisitos necessários à caracterização da operação fraudulenta. Basta que o agente tenha tido a intenção de obter vantagem ilícita, utilizando para tanto de ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro¹³. Trata-se, portanto, de ilícito administrativo formal.

Aqui também é necessário o elemento subjetivo para configuração do ilícito, devendo ficar demonstrada a intenção do sujeito de, por meio do seu comportamento malicioso, induzir ou manter a vítima em erro para o fim de obter vantagem patrimonial ilícita.

Nada obstante, e assim como ocorre com os demais ilícitos tipificados na Instrução CVM nº 8/79, a presença do dolo direto e específico também não é imprescindível, eis que em determinadas situações, pelas peculiaridades de cada caso concreto, assim como pelos atos e circunstâncias em que perpetrada a conduta, é possível comprovar que o sujeito assumiu, com suas ações ou omissões, o risco de incorrer no ilícito.¹⁴

São muitos e extremamente variados os casos de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários. Existem, por exemplo, diversos processos envolvendo alienação irregular de ações, nos quais os agentes do ilícito falsificam instrumentos de procuração para, a partir daí, alienar em bolsa valores mobiliários que, na verdade, não lhes pertencem¹⁵.

Outro exemplo de fraude - bem mais sofisticada do que o caso de procurações falsas - é aquele que se convencionou chamar de “operação com seguro”,¹⁶ a qual costuma ser praticada com contratos futuros, em detrimento de investidores institucionais, como entidades fechadas de previdência complementar, e é capaz de gerar lucros excepcionais para os agentes ou partícipes da fraude.

Nesses casos, são realizadas operações de compra ou venda de contratos no

13 Nesse sentido, vale mencionar a decisão proferida nos autos do PAS 20/2003, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 1-7-2009, por meio da qual se entendeu que para a configuração de operação fraudulenta seria “*desnecessário saber se tal ou qual participante do mercado foi prejudicado*”.

14 A propósito, vale citar dois precedentes especificamente relacionados ao ilícito de operação fraudulenta e que admitiram o dolo eventual como elemento suficiente para a condenação: PAS 39/98, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, julgado em 21-11-2001; e PAS 1/99, Diretor Relator Marcelo Trindade, julgado em 19-12-2001. O problema, não raro, é configurar a fronteira entre dolo eventual e culpa grave ou consciente, no plano probatório.

15 Nesse sentido, veja o PAS 16/2002, Relator Presidente Marcelo Trindade, julgado em 10-10-2006.

16 Essa fraude foi assim denominada pelo fato de existir um “seguro”, uma “garantia” de obtenção de vantagem indevida, por meio da utilização de investidores institucionais, que operam em grande volume, e pela fraude no procedimento de identificação ou especificação do cliente.

mercado futuro, por exemplo, de dólar comercial ou de Ibovespa B3, sem que sejam especificados¹⁷ os comitentes ou com especificação posteriormente alterada¹⁸.

Caso o comportamento do mercado posteriormente à operação inicial seja favorável, isto é, alta de preço após a compra ou baixa de preço após a venda, é fechado um *day trade*, e as duas operações, que em conjunto formam o *day trade*, são especificadas para o agente da fraude ou para seus partícipes¹⁹. Por outro lado, caso a evolução dos preços seja desfavorável em relação às operações realizadas, estas são especificadas para as vítimas da operação fraudulenta.

A propósito, vale citar o seguinte precedente no âmbito do CRSFN, que, além de bem ilustrar a hipótese de operação fraudulenta ora comentada, na qual a parte prejudicada funciona como “seguro” da operação, também esclarece a possibilidade de, em tais casos, condenar-se com base em uma comunhão de indícios sérios e concatenados:

Estou convicta de que os fatos acima narrados constituem a chamada prova indiciária suficiente a ensejar uma condenação das pessoas naturais citadas. Destaco que não se trata de um indício isolado, mas de um conjunto de indícios todos tendentes a uma mesma conclusão, qual seja, a de que as especificações foram feitas de forma a beneficiar alguns comitentes em detrimento de outro, o que constitui a operação fraudulenta de que foram acusados.

17 A “especificação de comitente” é o procedimento por meio do qual a instituição intermediária (uma corretora, por exemplo) da operação indica (especifica) o nome do comitente (ou cliente), isto é, da pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, clube de investimento ou investidor não residente, em nome do qual foram efetuadas as operações com valores mobiliários.

18 Existem outras formas ou estratégias adotadas com essa mesma finalidade ilícita, inclusive em detrimento de entidades fechadas de previdência complementar. Veja, por exemplo, a descrição contida no Parecer do Comitê de Termo de Compromisso referente ao PAS 21/2006: “[v]erificou-se ainda que os articuladores desse esquema adotavam as seguintes estratégias distintas no que se refere à especificação dos negócios: *Estratégia A*: consistia em realizar negócios de compra ou de venda durante um determinado período do dia e, verificada a possibilidade de que pudessem ser atribuídos com lucro ao cliente beneficiário do esquema (os negócios foram de venda e o mercado caiu ou os negócios foram de compra e o mercado subiu), eram todos especificados para o mesmo, logo, não eram atribuídos negócios ao fundo naquele pregão; : consistia em realizar negócios de compra ou de venda durante um determinado período do dia e, verificada a impossibilidade de serem lucrativos (os negócios foram de venda e o mercado subiu ou os negócios foram de compra e o mercado caiu), eram todos especificados para os fundos, e *Estratégia C*: consistia em realizar negócios de compra e de venda durante o dia e, ao seu final, verificada a existência de bons e maus negócios, a especificação era feita de forma a beneficiar um determinado comitente em detrimento dos fundos”. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6363-0>. HTM. Acesso em: 26 set. 2011. A depender do tipo de fraude, assim como das provas eventualmente obtidas, as operações podem ser tipificadas como “operação fraudulenta” ou “prática não equitativa no mercado de valores mobiliários”, que será estudada adiante.

19 No passado, as operações realizadas em bolsa poderiam ser especificadas apenas ao final dos pregões, o que acabava por facilitar o direcionamento de negócios já fechados de acordo com o que se mostrasse mais conveniente. Atualmente, contudo, existem regras mais rígidas que estabelecem ou a imediata especificação ou a previsão de “janelas de especificação”, que são horários determinados nos quais devem ser especificados os comitentes finais das operações. Além disso, e em conjunto com as regras de especificação, há também a obrigatoriedade de a instituição intermediária manter registro das ordens recebidas, “*identificando-se o horário do seu recebimento, o cliente que as tenha emitido e as condições para a sua execução*”, conforme disposto no parágrafo único do art. 12 da Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011. Na mesma toada, e com o intuito de aprimorar ainda mais o sistema, dificultando a ocorrência de fraudes, a Instrução CVM nº 505/ 2011 passou a estabelecer, além do registro e da identificação das ordens recebidas, a necessidade de o intermediário especificar “*o comitente final dos negócios comandados por intermédio de sua mesa de operações no prazo máximo de 30 (trinta) minutos após o registro do negócio*” (art. 22, § 2º).

[...]

A prova constante dos autos é coerente, uniforme e consistente. Não se trata de mera suposição, mas de uma conclusão lógica que estabelece um liame entre todos os envolvidos.

[...]

Todas as pessoas naturais acima auferiram resultados expressivos realizando apenas operações day-trade no mercado futuro de dólar. Auferir lucros com operações day-trade em todos os pregões em que se atua, num mercado de alta volatilidade como o mercado de câmbio, é algo que só pode ser explicado pela existência de um esquema que beneficia os envolvidos. Tanto assim que, uma vez afastada a VOCEX daquele mercado, uma, ou mais, das seguintes alternativas se verificou em relação aos ora recorridos:

- a) Queda na performance, aqui entendida como o número de pregões em que o ajuste do dia foi positivo sobre o total de pregões em que houve atuação;*
- b) Mudança no padrão de negócios: carregamento de posições;*
- c) Redução da atuação no mercado futuro de dólar comercial: participação em menor número de pregões;*
- d) Redução do número de contratos negociados;*
- e) Redução do lucro em ajustes do dia.*

A retirada do mercado do participante que assumia as operações que geravam ajuste do dia negativo impediu a continuidade do esquema fraudulento de especificações, fazendo com que os resultados dos envolvidos passassem a depender das condições de mercado, o que, aliás, deve ser a regra.

Nota-se que o papel da VOCEX foi preponderante no esquema descrito. Tal esquema só pode se concretizar mediante a existência de um investidor que assumia os prejuízos.

[...]

O esquema montado consistia tão somente nisso: as operações da VOCEX eram o “seguro” de que necessitavam os fraudadores (grifos nossos)²⁰.

Por fim, é interessante notar que, embora muitos dos casos julgados pela CVM se refiram a situações que envolvam, diretamente, negociações com valores mobiliários em mercados organizados, o tipo em questão não inclui o elemento “negociações

cursadas no mercado de valores mobiliários ou com a participação de integrantes do sistema de distribuição”. Enquanto as letras “a” e “d” do item II da Instrução CVM nº 8/79 fazem expressa alusão a “*negociações*” ou “*negociações com valores mobiliários*”, as letras “b” e “c” não contemplam qualquer exigência neste particular.

Desse modo, é possível afirmar que o ilícito em testilha, seguindo a opção regulatória declarada na já citada Nota Explicativa nº 14/79, contempla redação que inclui todas as situações em que o sujeito se utilize de ardis ou artifícios destinados a enganar para, assim, induzir ou manter terceiro em erro e, com isso, obter vantagem patrimonial indevida para si ou para outrem.

Nessa linha, vale mencionar a imputação formulada nos autos do PAS CVM RJ nº 2010/2419, à qual a empresa acusada, uma companhia constituída sob as leis da França, foi imputada a prática de operação fraudulenta no mercado de capitais brasileiro, por ter publicado Fato Relevante sabidamente incompleto, transmitindo ao mercado informação que induziu terceiros a uma percepção equivocada quanto aos riscos envolvidos na concretização da alienação do controle da GVT, frustrando, ademais e em bases ilícitas, oferta pública de aquisição de ações em andamento, com o fim de obter, para si, vantagem ilícita de natureza patrimonial, consistente na aquisição do referido controle.

Tratou-se, portanto, de acusação por operação fraudulenta no mercado de capitais brasileiro sem que tenha havido qualquer específica negociação em mercados de bolsa ou balcão, o que, como visto, encontra-se em total consonância com a Nota Explicativa nº 14/79 e com a própria racionalidade da Instrução CVM nº 8/79.

A referida acusação administrativa, apesar de não ter conduzido à aplicação de penalidades por parte da CVM, resultou na aprovação pelo Colegiado da Autarquia do maior termo de compromisso da história do mercado de capitais brasileiro, tendo a acusada pago à CVM a quantia de R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais).²¹

7.4. Prática não Equitativa no Mercado de Valores Mobiliários

Conforme preceitua a letra d do item II da Instrução CVM nº 8/79, prática não equitativa no mercado de valores mobiliários é aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

²¹ Conforme decisão do Colegiado da Autarquia, de 9 de dezembro de 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7295-0.pdf>. Acesso em: 4 jun 2013.

A prática não equitativa em geral abrange, portanto, todas as situações que acarretem, para qualquer das partes em operações com valores mobiliários, indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em relação aos demais participantes das operações.

Como se verá, a maioria dos casos de prática não equitativa decorre de abuso da relação fiduciária existente entre intermediário (v.g., corretora ou distribuidora de valores mobiliários) e seu cliente²².

Típico exemplo de práticas não equitativas são as operações conhecidas como *front running*, nas quais o agente, com o conhecimento prévio de que um determinado investidor - em geral, determinados investidores institucionais, tais como entidades fechadas de previdência complementar - irá adquirir certos papéis, antecipa-se, “corre na frente” e adquire aqueles ativos, para, em seguida, revendê-los por um preço maior, com a certeza de lucro²³.

Conforme decidiu o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), em primoroso voto do então Conselheiro Marcos Davidovich, são dois os principais argumentos contrários à prática de *front-running*.

O primeiro argumento gira em torno do fato de que tal prática acaba desviando dinheiro dos investidores institucionais para aqueles que a realizam. Com efeito, aqueles que possuem a informação não divulgada acerca da negociação em lote a ser realizada, beneficiam-se comprando os valores mobiliários respectivos por um preço inferior e vendendo-os a preços superiores ao destinatário final. Com isso, inevitavelmente, constata-se aumento desnecessário e indevido no custo dos negócios.

*“Importante registrar que muitos investidores institucionais que compram grandes lotes de ações são, em sua maior parte, fundos de pensão que administram valores destinados a garantir aposentadorias e pensões ou mesmo fundos de varejo, cujos quotistas são pequenos investidores, o que torna ainda mais grave a realização dessa prática”.*²⁴

O segundo argumento, ainda segundo o CRSFN, seria no sentido de que tal conduta atinge o mercado como um todo. Isso porque aquele que vende valores mobiliários para pessoas que estão de posse dessas informações não divulgadas recebe valores menores do que lhe seria devido se a venda fosse realizada no momento em que o lote está sendo adquirido. Dessa forma, a oportunidade que poderia ser por ele aproveitada acaba ficando nas mãos de pessoas em posição de assimetria informacional. Tal fato,

22 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 523.

23 Nesse sentido, confirmam-se as decisões proferidas nos seguintes processos administrativos sancionadores da CVM: PAS 6/94, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 21-3-2002; PAS 22/94, Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, julgado em 15-4-2004; e PAS 4/2000, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 17-2-2005.

24 CRSFN, Recurso 12805, 355ª Sessão, Conselheiro-Relator Marcos Martins Davidovich, julgado em 30-07-2013.

além de impactar na credibilidade do mercado como um todo, traz claros prejuízos às contrapartes, especialmente em mercados com pouca liquidez.

Trata-se, em resumo, de tipo administrativo que visa a punir quem assume, em negociações com valores mobiliários, posição de desequilíbrio de maneira dolosa.

Além disso, alguns casos de “operações com seguro”, conforme comentado acima, também podem ser enquadrados como práticas não equitativas, considerando especialmente a estratégia ilícita adotada e as peculiaridades do caso concreto. Nesse sentido, por exemplo, o Colegiado da CVM já entendeu restar comprovada a ocorrência de prática não equitativa em caso de especificação direcionada de comitentes, e por meio da qual se objetivava produzir resultados favoráveis a determinados participantes, em detrimento de outro que, assim, foi posto em constante posição de desigualdade em relação às suas contrapartes²⁵.

A propósito, vale mencionar a seguinte decisão proferida pelo Colegiado da CVM:

*parece coerente o enquadramento das situações analisadas como “práticas não equitativas”, pois houve, sem sombra de dúvida, o tratamento desigual entre as partes quando da realização do mesmo tipo de operações (ou quando da sua distribuição), dentro de um mesmo ambiente de negociação. [...]. Os indícios de irregularidade, nesses casos, começam a aparecer quando se identifica que, operando em um mesmo intermediário, determinados clientes ou grupos de clientes concentram, sistematicamente, resultados bem melhores do que outros nos primeiros ajustes diários de suas operações. E daí decorre outra dificuldade para a investigação das irregularidades em casos como este: as operações onde se vislumbra irregularidade nem mesmo têm, como contrapartes, os beneficiados e os prejudicados. Não é o fechamento do negócio que é direcionado. Assim, nesse tipo de esquema, os participantes beneficiados e prejudicados mantêm, entre si, apenas uma relação indireta, na medida em que é aquela massa de operações existente no intermediário ao término do pregão que será distribuída entre um conjunto de clientes que os engloba.*²⁶

Mais recentemente, o Colegiado da CVM também reconheceu a existência de prática não equitativa em operações conhecidas como *Private Investment in Public Equity* (PIPE)²⁷, as quais, embora não sejam ilícitas *per se*, podem caracterizar a ocorrência

25 Conforme PAS 27/2003, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 18-8-2005.

26 PAS 13/2005, Diretor Relator Otavio Yazbek, julgado em 25-06-2012.

27 Grosso modo, as operações PIPE envolvem acordos para a abertura de linha de subscrição de ações em conjunto com outros contratos de empréstimo de ações. Um determinado investidor se compromete a subscrever ações de emissão de uma companhia, por um prazo determinado ou até que as subscrições atinjam um montante máximo contratualmente fixado. Em geral, os acionistas controladores e o investidor celebram também contrato de empréstimo de

de práticas danosas ao mercado, a depender da forma como sejam realizadas e, em especial, da assimetria informacional verificada em cada caso.

Por derradeiro, cumpre destacar que, tal como se dá nos demais ilícitos previstos na Instrução CVM nº 8/79, o tipo em questão prescinde, para sua configuração, de dolo específico, porquanto não se exige do sujeito ativo a intenção de atingir um fim especial com a prática do delito. Como já decidiu o CRSFN, o *“referido tipo admite, pelo contrário, dolo eventual na sua configuração, espécie em que há assunção do risco de produção do resultado pelo agente”*.²⁸

7.5. Ilícito administrativo de uso indevido de informação privilegiada

A obtenção de lucros, como se sabe, é da essência do mercado de capitais. No entanto, a obtenção de lucros com base em informação privilegiada, isto é, não disponível a todas as partes nas operações, constitui um dos maiores ilícitos que se pode cometer nesse mercado, abalando a sua credibilidade e minando o interesse das pessoas em investir as suas poupanças em companhias que, com tais recursos, podem prover o desenvolvimento do país.

Com efeito, e tal como analisado no Capítulo 2, o princípio central da regulação e da fiscalização dos empreendedores que apelam à poupança popular no âmbito do mercado de capitais é o princípio do *full and fair disclosure*, que permeia a lei que dispõe sobre o mercado e a CVM (Lei nº 6.385/76), bem como a lei corporativa brasileira (Lei nº 6.404/76).

Os emissores de valores mobiliários sob a jurisdição da CVM devem zelar pelo sigilo da informação privilegiada, ou seja, de informação relevante que, à luz da legislação aplicável, excepcionalmente ainda não tenha sido divulgada ao mercado, inclusive reduzindo o número de pessoas que a ela tenham acesso ao mínimo indispensável e sob adequado compromisso dos *insiders* em relação ao resguardo da informação. Esse zelo do emissor pela manutenção do sigilo deve se transformar em zelo pela imediata divulgação (*disclosure*), na hipótese de a informação escapar do controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários emitidos ou de títulos a eles referenciados.

Quando da edição da antiga Lei nº 4.728/65, seu art. 3º, inciso X, já definia como uma

ações, por meio do qual aqueles emprestam a este ações preferenciais de emissão da companhia aberta objeto do acordo. Uma das principais falhas detectadas em operações dessa natureza é que o contrato de empréstimo não é divulgado ao público, o que coloca as partes da operação em indevida posição de vantagem em relação aos demais participantes do mercado. Nesse sentido, vale conferir o PAS CVM RJ 2012/13605, Diretor Relator Pablo Renteria, julgado em 24-08-2016. 28 CRSFN, Recurso 13356, 377ª Sessão, Conselheiro-Relator Francisco Satiro de Souza Junior, julgado em 24-03-2015.

das finalidades das atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais do Conselho Monetário Nacional e, à época, do Banco Central do Brasil, a fiscalização da utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.

Precisamente no tocante às companhias abertas, o art. 157 da Lei nº 6.404/76, regulamentado pela Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, consagra o “dever de informar”, dispondo o seu § 4º que:

§ 4º 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.

Ainda a respeito dos fatos relevantes ocorridos no âmbito das companhias abertas e sobre a proibição de utilização de informação privilegiada, assim dispõem os §§ 1º e 4º do art. 155 da lei societária:

§ 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.

[...]

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

A Instrução CVM nº 358/2002, por sua vez, assim dispõe a respeito do tema:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§ 1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

§ 2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do caput se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento.

A regulação brasileira adota, portanto, o padrão internacionalmente conhecido como *disclose or refrain from trading*. Ou seja, o administrador de companhia aberta deve divulgar o fato relevante de que tenha conhecimento ou se abster de negociar com os valores mobiliários potencialmente afetados pela informação privilegiada.

O bem juridicamente protegido pelas normas societárias e penais que sancionam o *insider trading* é o da estabilidade e eficiência do mercado de capitais, tutelando-se o princípio da transparência de informações, essencial ao regular desenvolvimento do mercado. Além disso, tutela-se também a proteção da confiança e do patrimônio dos investidores que aplicam os seus recursos no mercado de valores mobiliários²⁹.

Proença demonstra bem o quão reprovável é a conduta ilícita do *insider trading* quando afirma:

*Não se pode fugir à evidência do desvalor da conduta do insider. Cabe compará-la com a do assassino que se vale de uma emboscada: a vítima não sabe que o seu matador tem conhecimento da intenção, ou o costume de passar por aquele lugar pois, se soubesse, não passaria. Já o matador tem todas as informações necessárias para matar a vítima: sabe por onde e quando ela passará por aquele lugar, e lá estará para eliminar a sua vida. A vítima passa desprevenida e o matador dispara a arma e logra o seu intento. O legislador penal compreendeu o repúdio social à emboscada e por isso mesmo a constituiu como um agravante do homicídio*³⁰.

29 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 527.

30 PROENÇA, José Marcelo Martins. O que falta à criminalização do insider trader no Brasil. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/051206NotA.asp>. Acesso em: 21 mar. 2007.

A esse respeito lecionam ainda Carvalhosa e Eizirik:

Em termos amplos, o bem juridicamente protegido pela ameaça penal contida no art. 27-D da Lei nº 6.385/76, introduzido pela Lei nº 10.303/2001 é o da estabilidade do mercado de capitais.

Mais especificamente, a norma visa a tutelar o processo de disclosure, ou seja, da ampla e completa divulgação de informações como elemento essencial de proteção aos investidores do mercado de capitais.

No mercado de capitais, a ampla divulgação de informações constitui, tanto entre nós como no Direito Comparado, o elemento essencial de tutela dos interesses dos investidores; assim, considera-se que, uma vez bem informados, os investidores estarão adequadamente protegidos.

Considera-se, na teoria econômica, que o mercado é eficiente quando a cotação das ações reflete, de forma virtual e instantânea, todas as informações disponíveis sobre as companhias cujos títulos são publicamente negociados.

[...]

Tal situação de eficiência na determinação dos preços dos títulos negociados é obtida pela legislação de disclosure (transparência), mediante a qual se exige a divulgação das informações por parte das companhias cujas ações são publicamente negociadas.

O princípio da transparência das informações completa-se com outro princípio fundamental: as informações devem estar disponíveis a todos ao mesmo tempo, sem que as pessoas que estão “por dentro” dos negócios da companhia, os insiders, possam utilizar-se de tais informações antes de sua divulgação pública.

A repressão ao insider trading, ademais, visa a preservar um nível mínimo de confiabilidade no mercado de valores mobiliários; com efeito, há um total desequilíbrio entre o insider e os demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a obtenção de lucros em função única e exclusivamente do acesso e utilização privilegiada de informações.

Com efeito, o lucro obtido pelo insider decorre unicamente de sua posição de acesso privilegiado às informações, uma vez que ele negocia antes da sua divulgação, ou seja, a preços que ainda não estão refletindo o seu impacto no mercado³¹.

O mercado de valores mobiliários, como ambiente no qual a poupança popular e o setor produtivo se encontram, é um instrumento essencial para o crescimento econômico brasileiro. A eficiência de todo o mercado depende de normas adequadas e do bom funcionamento das instituições que, na prática, asseguram o seu cumprimento.

Assim, as práticas não equitativas em geral tipificadas nas normas proibitivas, além de acarretarem danos a investidores, causam impacto suficientemente hábil a afetar a credibilidade e a harmonia do próprio mercado e, em última análise, da economia do país, acarretando óbvios e inegáveis prejuízos ao Brasil.

E um dos exemplos de condutas mais perniciosas para o mercado de valores mobiliários é justamente a utilização indevida de informação privilegiada sobre determinada companhia para negociar com valores mobiliários por ela emitidos, em situação de manifesta vantagem em relação aos demais investidores não detentores da informação (*insider trading*).

Sobre o tema, Leães salienta que um dos pontos mais importantes da regulação do mercado é o que diz respeito à repressão do *insider trading*, isto é, do aproveitamento de informações reservadas sobre a sociedade emissora de títulos, em detrimento dos demais acionistas, que as ignoram³².

O acesso e a utilização de informações privilegiadas abrem a possibilidade de retornos extraordinários para alguns poucos investidores e prejuízos para aqueles que não detinham a informação e que, portanto, estavam em flagrante posição de desvantagem na hora de decidir sobre os seus investimentos.

Quando a informação é pública, acessível aos compradores e vendedores, todos participam do mercado em condição de igualdade (ambiente salutar e desejado de simetria da informação). No entanto, quando um dos participantes do mercado atua com informação que somente ele (ou um grupo reduzido de insiders) detém, em detrimento do público em geral, existe uma vantagem indevida. É um ganho fácil, desleal e ilícito (administrativo, civil e criminal), que afeta sensivelmente a credibilidade que deve permanentemente imperar no mercado de valores mobiliários.

Nessa linha, Carvalhosa destaca, em passagem na qual se reporta mais especificamente à atuação de administradores da companhia:

A proibição do insider trading deverá ser observada não somente na proteção dos acionistas, mas também da companhia e notadamente do público investidor em geral. Trata-se, com efeito, de antijuridicidade de interesse público, pois o administrador, ao praticar esse ilícito, conturba o próprio conjunto dos negócios que se realizam no mercado de capitais e a

Em suma, o uso de informação privilegiada acarreta sérios entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais, desencadeando, conforme anota De Lucca, um sentimento generalizado de desconfiança em todos os que nele atuam e, com isso, ocasionando a diminuição dos investimentos e a dificuldade, inclusive, de ser promovido o desenvolvimento nacional, em detrimento do país e do povo.³⁴

Ou seja, o comportamento traiçoeiro dos insiders não ofende apenas os direitos dos demais investidores, mas também prejudica o próprio mercado, abatendo a confiança e a lisura das suas relações, aspectos que fundamentam a sua existência e constituem a base para o seu desenvolvimento.

7.5.1. Elementos do ilícito administrativo

Como visto, o ilícito administrativo de uso de informação privilegiada encontra previsão específica tanto na Lei de Sociedades por Ações quanto na Instrução CVM nº 358/02.

O § 1º do art. 155 da lei societária, além de estabelecer o dever do administrador de companhia aberta de guardar sigilo sobre qualquer informação obtida em razão do cargo, que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, e que seja capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, também veda o uso dessa informação para obtenção de vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

Já o *caput* do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 contempla uma proibição ligeiramente diferente. Em primeiro lugar, a norma administrativa restringe a sua aplicação às operações realizadas com os valores mobiliários de emissão da própria companhia na qual atua o administrador (“[a]ntes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação *com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados*”).

A norma legal, por seu turno, não contém tal restrição, vedando pura e simplesmente o uso da informação privilegiada para obtenção de vantagem *mediante compra ou venda de valores mobiliários*, sejam eles de emissão da companhia ou não³⁵.

Além disso, a norma administrativa é mais abrangente quanto aos seus destinatários. Diferentemente do art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76, cuja aplicação restringe-se aos

33 CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva, 1997, v. 3, p. 255.

34 Prefácio à obra antes referida de José Marcelo Martins Proença.

35 A propósito, veja-se o caso em que administradores de companhia aberta foram administrativamente condenados, com base no art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76, pelo uso de informação privilegiada em operações com ações de emissão da Perdigão S.A., dado que obtiveram, em razão de cargo que ocupavam na Sadia S.A., informação privilegiada sobre oferta hostil de aquisição do controle da Perdigão S.A. (PASs SP 2007/117 e SP 2007/118, julgados em 26-2-2008).

administradores da companhia, o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 destina-se à própria companhia aberta, a seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou a quem quer que, em virtude do seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante.

Por fim, e talvez aí resida a principal diferença, a norma administrativa contempla uma proibição objetiva³⁶, de caráter nitidamente preventivo, de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados. Aqui, ao contrário do dispositivo legal - que faz menção à intenção do agente de obter vantagem indevida - a norma simplesmente veda que aqueles que tenham conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante negociem com papéis da companhia, ainda que se trate, por exemplo, de operação objetiva e manifestamente contrária à cotação do valor mobiliário³⁷.

Nesse sentido, vale fazer alusão à decisão proferida pelo CRSFN na qual se reconheceu que a norma inserta no art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 adotou vedação à negociação de ações *propter officium*:

Sendo assim, afirma-se, no caso em tela, a materialidade da infração quando da realização das operações em período vedado nos termos do §4º do art. 13 da Instrução CVM 358/2002. Para tanto, não há que se perquirir se o Conselheiro de Administração, ora Recorrente, realizou referidas operações mediante ciência de um fato relevante específico.

A apreciação da materialidade da infração também não requer que se perscrute se o Conselheiro de Administração auferiu lucro ou evitou perda ao adquirir ou vender ações de emissão da companhia aberta em questão.

36 Não se trata, é bom esclarecer, de responsabilidade objetiva, inadmissível em processos administrativos sancionadores, mas sim de uma proibição objetiva, de cunho preventivo em razão da posição ocupada pelos destinatários da norma.

37 Sobre a total conformidade à lei da Instrução CVM nº 358/02, vale citar a decisão proferida pelo Colegiado da CVM nos autos do PAS RJ 2010/4206, Relator Diretor Alexandro Broedel, julgado em 23-08-2011: "8. No entanto, vou mais além, pois entendo que se pode justificar a opção da CVM de não inserir o elemento "finalidade de auferir vantagem", na edição do art. 13 e parágrafos da Instrução CVM nº 358/08, por uma leitura muito mais simples, a saber: o referido art. 13 não regulamenta o art.155 da Lei nº 6.404/76, exclusivamente. 9. Com efeito, logo em seu preâmbulo, a referida Instrução CVM nº 358/02 aponta que o seu fundamento legal são os "artigos 4º e seus incisos, 8º, incisos I e III, 18, inciso II, letra 'a', e 22, § 1º, incisos I, V e VI, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 157 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976".10. Assim, conforme os dispositivos legais mencionados, a CVM deve exercer as suas atribuições para o fim de "assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão" e "proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários", entre outras (artigo 4º e incisos, da Lei nº 6.385/76). Disso decorre a total competência da CVM para vedar determinadas operações no mercado, em determinadas condições, podendo, para tanto, definir "as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; e métodos e práticas que devem ser observados no mercado" (art.18, inciso II, alínea 'a', da Lei nº 6.385/76).11. E é exatamente esse o objetivo da Instrução CVM nº 358/02: trata-se de norma que visa a manter a higidez e a confiança do mercado, vedando a possibilidade de negócios por aqueles que detêm, antecipadamente, informação relativa a ato ou fato relevante".

A este respeito, vislumbra-se mais adequado realçar o caráter preventivo do instrumento insculpido no art. 13, §4º, da Instrução CVM 358/2002, que objetiva antecipar a proteção ao bem jurídico em questão. Assim, afasta-se o raciocínio do debate acerca da natureza objetiva atribuída à referida infração, não por sua inadequação ou incorreção, mas para conferir maior relevância à apreciação da função exercida por referido instrumento no conjunto de mecanismos calcados com o objetivo de garantir a transparência no mercado de capitais e combater a utilização de informação privilegiada em tal âmbito.

De fato, exigir-se prova de ciência de informação relevante ou prova de lucro ou perda evitada para a afirmação da materialidade de infração a dispositivo que veda a negociação de ações por administrador de companhia aberta às vésperas da divulgação de Informações Periódicas certamente afastaria o caráter preventivo conferido a tal instrumento, retirando-lhe a eficácia (vide art. 13, §4º, da Instrução CVM 358/2002).³⁸

Em relação à proibição legal de uso de informação privilegiada, parece necessário esclarecer também que, apesar de o § 1º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 aludir à intenção do agente de obtenção de “vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários”, o efetivo resultado positivo, ou seja, o efetivo lucro ou perda evitada em decorrência do uso da informação relevante, não é imprescindível para consumação do ilícito³⁹. Trata-se, portanto, de ilícito de cunho formal, justamente porque se pretende, com a proibição, assegurar um mercado salutar, transparente, confiável e com simetria informacional, ainda que a vantagem desejada pelo infrator não seja eventualmente obtida em razão, por exemplo, de condições de mercado desfavoráveis.

A simples negociação de valores mobiliários com base em informações privilegiadas é capaz de transgredir os mais caros valores fundamentais à própria existência do mercado de capitais. Como já se disse alhures, o sistema de mercado só funciona se houver confiança nas regras do jogo e na conduta dos jogadores.

Além disso, e antes de passar à análise do § 4º ao art. 155 da Lei nº 6.404/76, faz-se oportuno esclarecer o conceito de *informação relevante* no âmbito do mercado de capitais.

A primeira definição do que seja um fato relevante encontra-se no § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76. Segundo esse dispositivo, relevante é o fato “*que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia*”.

³⁸ CRSFN, Recurso 12947, 367ª Sessão, Conselheira-Relatora Márcia Tanji, julgado em 03-06-2014.

³⁹ Nesse sentido, vale conferir as decisões proferidas no PAS 4/2004, Relator Presidente Marcelo Trindade, julgado em 28-6-2006, e no PAS SP2005/155, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 21-8-2007, no qual restou esclarecido que “a caracterização do insider trading se dá através do elemento subjetivo do tipo, qual seja, a intenção do agente de produzir um resultado. A efetiva obtenção da vantagem não integra a conduta do insider trading, conforme entendimento desse Colegiado” (grifos nossos).

Com base nessa definição legal, o art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, em seus incisos I e II, especificou duas situações distintas. O inciso II tem uma redação quase igual à do § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76, adicionando, apenas, a possibilidade de o fato poder alterar a decisão do investidor de *manter o valor mobiliário*. Como a decisão de manter o valor mobiliário reflete a decisão sobre a sua alienação (isto é, se decido alienar, decido não manter, e se decido não alienar, decido manter), aquela redação evidencia que a definição do inciso II é equivalente à do § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76. O inciso I, por seu turno, trata da possibilidade de o fato alterar a cotação dos valores mobiliários. Como o preço é formado em razão da demanda e da oferta (que decorrem da intenção de comprar e de vender), ele também está, de todo modo, implícito no § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76⁴⁰.

A Instrução CVM nº 358/02 ainda complementa o art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76, com uma lista exemplificativa de fatos que, usualmente, são relevantes para uma companhia (conforme art. 2º, parágrafo único).

Verifica-se, por conseguinte, que tanto a Lei nº 6.404/76 quanto a Instrução CVM nº 358/02 apresentam conceitos gerais (*standards*), considerando relevante um fato que pode influenciar uma decisão de investimento. Não se exige, portanto, a efetiva influência, basta que tenha “força suficiente” para influenciar.

Nesse sentido, veja-se a seguinte decisão do Colegiado da CVM:

*Conceito de Fato Relevante. Fato relevante é o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional. A relevância de um fato não é afetada mesmo que, após sua divulgação, constate-se que não houve mudança na cotação das ações ou no volume negociado. O que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer (nos itens 43 a 54 do meu voto no Processo 2006/4776 já citado, discuti de forma mais aprofundada o conceito de informação relevante)*⁴¹.

Dessa forma, não se exige que a informação seja definitiva ou que esteja formalizada para que se considere um fato como relevante. Basta que a informação não seja meramente especulativa, mera intenção não baseada em fatos concretos.

Em termos de decisão de investimento, como já ressaltou o Colegiado da CVM,

a formalização de um negócio jurídico tem pouca relevância, ao contrário do impacto na esfera jurídica das partes, desde que os investidores, a partir das informações divulgadas, não vislumbrem a possibilidade de que a negociação possa não ser concluída. Os investidores, usualmente,

⁴⁰ Conforme decisão proferida no PAS RJ2006/4776, Diretor Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 17-1-2007.

⁴¹ PAS RJ2006/5928, Diretor Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 17-4-2007.

*incorporam o “valor” do negócio ao preço do valor mobiliário antes de sua formalização*⁴².

Em outra decisão mais recente a CVM também esclareceu o momento no qual pode ser caracterizado um fato como relevante em operações societárias ainda não concluídas, explicando, ainda, como deve se dar o regime de divulgação das informações relevantes de uma companhia aberta:

[...] tenho alguns esclarecimentos adicionais a fazer, sendo que o primeiro diz respeito ao momento em que se caracteriza o fato relevante no contexto de operações societárias ainda não concluídas.

3.2 A defesa afirma que o recebimento de uma oferta de compra que não é firme e a existência de tratativas intermitentes não caracteriza fato relevante. Eu discordo dessa afirmação.

3.3 Tanto na vigência da Instrução CVM nº 31/84, quanto na vigência da Instrução CVM nº 358/02, o fato relevante se caracteriza tão logo a informação se torna capaz de influir, de modo ponderável, na cotação das ações da companhia.

3.4 Esse é o critério adotado pelas instruções da CVM e consagrado pelo art. 155 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976:

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.

3.5 Pois bem: a mim parece óbvio que o recebimento de uma oferta de compra de controle, ainda que não firme; e a existência de tratativas, ainda que intermitentes, são sim fatos capazes de influenciar a cotação das ações da companhia.

3.6 Em vista, disso, parecem-me irrelevantes as afirmações da defesa de que o preço da venda ainda não estava definido e de que ainda pairavam dúvidas quanto à concretização da operação.

3.7 No nosso regime jurídico, só uma pergunta deve ser feita: A

informação de que dispõe o administrador ou controlador pode “influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários”? Se a resposta for afirmativa, há fato relevante.

3.8 É claro que a existência de fato relevante não significa que o administrador ou controlador seja, necessariamente, obrigado a divulgá-lo ao mercado. Ele pode deixar de fazê-lo, conforme ressalta a lei e nossa regulamentação, para proteger interesse legítimo da companhia.

3.9 Assim, se a divulgação de uma informação ainda incerta puder causar especulações indesejáveis, o administrador ou controlador pode deixar de divulgá-la para proteger a companhia.

3.10 Mas daí a afirmar que, nessa situação, o controlador ou administrador também pode negociar com as ações, de posse de uma informação que, mesmo incerta, o coloca em posição de vantagem em relação aos demais acionistas - isso não me parece de modo algum aceitável.

3.11 Inaceitável e injurídico, deixe-se bem claro. Pois tanto a Instrução CVM nº 31/84, revogada, como a Instrução CVM nº 358/02 e a Lei nº 6.404/76, em vigor, vedam, de maneira clara, qualquer negociação enquanto o fato relevante estiver pendente de divulgação:

Lei nº 6.404/76

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.

Instrução CVM nº 31/84

Art. 10. É vedado aos administradores e acionistas controladores de companhia aberta valerem-se de informação à qual tenham acesso privilegiado, relativa a ato ou fato relevante ainda não divulgado ao mercado, nos termos dos artigos 2º e 7º desta Instrução, para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários.

Instrução CVM nº 358/02

*Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração (...)*⁴³.

No âmbito do CRSFN, desde o voto proferido no Recurso 13264, Conselheiro-Relator Marcos Davidovich, prevalece o entendimento de que para a verificação da relevância da informação deve-se analisar o binômio “probabilidade x magnitude”:

25. Para mim, a materialidade de determinado fato deve ser equacionada sob esse binômio. Primeiramente deve-se realizar o teste da probabilidade, quando então colhem-se indícios para graduar o nível de interesse e concretização da operação pretendida. Havendo alto grau de probabilidade, estaremos diante de fato relevante, desde que, por óbvio, haja ao menos um mínimo grau de magnitude, ou seja, desde que o evento tenha algum impacto nas atividades desempenhadas pela companhia ou em suas ações. Por outro lado, ainda que seja baixo o grau de probabilidade da ocorrência do fato pretendido, típico das fases iniciais de negociação, deve-se, necessariamente, passar ao exame da antecipação da magnitude do evento. Tratando-se de evento de grande impacto nas atividades sociais da companhia, forçoso reconhecer que eventual divulgação dessa etapa, ainda que preliminar, resultará em indissociável alteração no quadro geral de informações disponíveis, com o conseqüente potencial aumento na cotação das ações de emissão das companhias envolvidas.

*26. Importante ressaltar que somente haverá materialidade se presente o binômio e desde que um de seus termos tenha relevância. Ou seja, se tanto a probabilidade mostrar-se baixa quanto o evento for de reduzido impacto (baixa magnitude) não estaremos diante de um fato material. Por outro lado, em se tratando de evento meramente especulativo, quando então inexistente a probabilidade, ou de impacto irrelevante, como no caso de atividades rotineiras e cotidianas da companhia, quando inexistente a magnitude, ausente estará um dos termos que formam o próprio binômio. Tanto em um caso como em outro faltará ao evento a materialidade exigida.*⁴⁴

Além disso, vale ressaltar que, ainda que tenha havido divulgação parcial da informação, é possível que incida a proibição de operar se restar demonstrada a assimetria informacional. Nesse sentido, por exemplo, a seguinte decisão do Colegiado da CVM:

29. No caso concreto, a existência das negociações entre BNDES e

43 PAS 24/2005: manifestação de voto apresentada pelo Diretor Marcos Pinto, Julgado em 7-10-2008.

44 CRSFN, Recurso 13264, 357ª Sessão, Conselheiro-Relator Marcos Davidovich, julgado em 25-09-2013.

BNDESPar, de um lado, e Eletropaulo, de outro, havia sido tornada pública⁴⁵, mas seu estágio diário não o fora e seria mesmo absurdo que o fosse. A companhia tem o direito de manter tal informação em sigilo, até a conclusão do processo, no interesse da própria companhia, mas isto não tira a relevância da evolução diária das negociações.

30. Dizendo-o de outro modo: ***as contrapartes que venderam ações ao acusado 40 dias antes da conclusão das negociações detinham muito menos informação do que ele, porque ele conhecia o estágio das negociações, e elas não. Não se sabe se teriam vendido as ações pelo mesmo preço - que proporcionou o significativo lucro ao acusado pouco depois da conclusão do acordo - se estivessem no mesmo nível de informação.***

[...]

35. ***Vê-se, assim, que o acusado detinha muitas informações relevantes, que não estavam disponíveis ao mercado, sobre a evolução e as possibilidades de evolução das negociações. O Fato Relevante, quando consumada a negociação, foi apenas a conclusão de uma sucessão de eventos relevantes sobre os quais o mercado não estava oficialmente informado, mas o acusado estava.***

45 A respeito da permanente necessidade de manutenção da simetria informacional e enfrentando especificamente um caso no qual também havia divulgação parcial de informação relevante, vale conferir o interessante precedente norte-americano a seguir transcrito: “The district court did not err in its holding that the information imparted by Brumfield to Cusimano was non-public. To constitute non-public information under the act, information must be specific and more private than general rumor. See SEC v. Monarch Fund, 608 F.2d 938, 942-43 (2d Cir.1979). While the district court acknowledged that papers such as The Wall Street Journal had speculated, on or before November 8, 1990, that AT & T might acquire NCR, it also noted that Brumfield imparted information ‘that was substantially more specific than that in the newspaper’. The court pointed out that while the newspaper reports listed an attempted acquisition as one possibility among many, Brumfield’s statement to Cusimano that ‘AT & T was going to attempt to acquire NCR’ was both more specific and more certain than any reports in the press.

The defendant contends that Brumfield’s conclusion that an acquisition would occur was not supported by the non-public facts at his disposal. These facts, he argues, could just as easily have supported other conclusions, including the one that ‘nothing’ would happen° We disagree. Brumfield’s conclusion was supported, for example, by the non-public facts (1) that he had been asked to do a study of the feasibility of integrating AT & T’s workforce with that of a computer company with the same vital statistics as NCR, and (2) that Ketchum warned Brumfield not to speculate with others about a press report that discussed the possibility that AT & T and NCR might combine (and Ketchum was not wont to give Brumfield such warnings). At the very least, these non-public facts would make a reasonable investor less likely to believe that ‘nothing’ would happen° That by itself would be information with significant market value. Moreover, the facts might well have pointed more specifically toward an acquisition than did the general newspaper article to a Vice President of the company, who would know how to place them in their proper context. Cf. Monarch Fund, 608 F.2d at 941 (‘Because of their positions, insiders know when they have the kind of knowledge that is likely to affect the value of stock’) (citations omitted).

We do not today hold that any predictions made by an insider can constitute the basis for insider trading simply because a tippee relies upon them and their source, and they subsequently come true. It may well be that insider trading has not occurred, for example, in situations in which an insider has made categorical statements that are completely without foundation and these are used successfully by a trader. We need go nowhere near such an extreme holding, for here the statement made by the insider was qualified, supported, and credible. Brumfield did not state that AT & T would acquire NCR. He had no real basis for such a statement. He did say, on the basis of nonpublic data, that he believed that what he read in the paper was true, and that AT & T was going to be attempting to acquire NCR. He had private information that would support both of these remarks, and both of them were of great value to a would-be trader” (U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, William Mylett, 97 F.3d 663).

36. *Estudos mais aprofundados em finanças, notadamente nos Estados Unidos, confirmam que o momento do fato relevante, na maior parte das vezes, não é representado por um evento objetivo localizado no tempo, que de forma clara e definitiva simbolize a ocorrência relevante nos negócios da companhia. Verificou-se naqueles estudos que, frequentemente, o fato isolado (a assinatura de um contrato, por exemplo) não é suficiente para capturar, de uma só vez, o impacto de uma informação relevante. Além disso, cada vez mais o mercado tenta se antecipar à divulgação de informações, ao invés de aguardá-las passivamente, fazendo apostas quanto aos eventos que serão anunciados, independentemente da importância do anúncio em si, o que também dificulta a identificação de eventos relevantes no tempo.*⁴⁶(grifos meus).

Esclarecido o conceito de fato relevante, cumpre tratar do § 4º ao art. 155 da Lei nº 6.404/76, introduzido na reforma operada pela Lei nº 10.303/01, que passou a estabelecer, no direito brasileiro, uma proibição geral ao uso de “*informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários*”.

Nesse ponto, vale diferenciar os *insiders* primários dos denominados *insiders* secundários⁴⁷. Aqueles são os que possuem acesso direto a informação relevante sigilosa, tais como administradores da companhia, acionistas controladores, auditores ou advogados contratados pela sociedade. Os *insiders* secundários⁴⁸, objeto do § 4º ao art. 155 da LSA, são aqueles que tomam conhecimento da informação privilegiada por meio - direto ou indireto - dos *insiders* considerados primários e podem ser, por exemplo, amigos, parentes ou até os próprios intermediários.

Para os *insiders* primários, existe uma presunção relativa de que eles detêm a informação relevante⁴⁹. Até mesmo por isso, a regra prevista no art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/02, veda a realização de qualquer operação com os valores mobiliários de emissão da companhia, na pendência da divulgação de fato relevante.

46 PAS 4/2004, Relator Presidente Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 28-6-2006. Esta decisão foi confirmada pelo CRSFN, conforme Acórdão nº 11397/2014 (Recurso 10979), Conselheiro-Relator Bruno Meyerhof Salama, julgado em 25-11-2014.

47 A respeito do assunto e sobre como os diversos países definem os *insiders* primários e secundários, veja o Relatório da IOSCO de março de 2003, Insider Trading – how jurisdictions regulate it. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>>. Acesso em: 7 out. 2011.

48 Também conhecidos como *tippees*, pelo fato de receberem as informações, as dicas (*tips*), dos *insiders* primários.

49 Há decisão do Colegiado da CVM que classifica em quatro grandes grupos os casos de negociação com base em informação privilegiada: “(i) no primeiro grupo, temos o acionista controlador e os administradores da companhia, em relação aos quais vigora uma vedação absoluta, ou seja, eles não podem negociar com ações da empresa enquanto o fato relevante não for divulgado ao público; (ii) no segundo grupo, temos os demais integrantes da empresa, em relação aos quais vigora uma presunção relativa de que conhecem a informação e sabem que ela é sigilosa; (iii) no terceiro grupo, temos pessoas que mantêm relação profissional, comercial ou fiduciária com a companhia, em relação às quais não vigora qualquer presunção de ciência da informação, mas somente a presunção relativa de ciência do caráter sigiloso da informação, baseada no dever de investigar; (iv) no quarto grupo, temos todos os demais investidores do mercado de capitais, em relação aos quais não vigora nenhuma presunção”. Conforme PAS SP2005/155 e manifestação de voto apresentada pelo Diretor Marcos Pinto. Julgado em 21-8-2007.

Já para os insiders secundários, não vigora qualquer presunção de acesso à informação, devendo ser provado, ainda que por meio de indícios, que o acusado teve conhecimento de fato relevante ainda não divulgado, sendo certo, no entanto, que a lei brasileira não exige a prova acerca de como o acusado obteve acesso à informação, bastando, para caracterização do ilícito, que a pessoa tenha tido acesso a informação privilegiada. Nesse sentido, vale mencionar a seguinte decisão do Colegiado da CVM, que bem diferenciou o sistema brasileiro do sistema estadunidense de repressão ao insider trading:

4.2 Na minha opinião, o direito brasileiro permite que uma pessoa seja condenada por negociação com informação privilegiada mesmo que não se consiga precisar como essa informação foi obtida.

4.3 A necessidade de identificar um informante dentro da companhia, inspirada no direito norte-americano e muito criticada por lá, não foi acolhida no nosso sistema jurídico. Entre nós, basta que o acusado tenha negociado com informação relevante não divulgada ao mercado para que se caracterize a infração.

4.4 O art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76, introduzido na reforma de 2001, deixa isso bem claro:

Art. 155. (...)

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

4.5 Como se vê, o dispositivo legal não exige que o informante seja identificado; basta que a pessoa que negociou no mercado “tenha tido acesso” a uma informação que seja relevante e que ainda não tenha sido divulgada ao mercado pelos canais próprios.

[...]

4.7 É claro que, em muitos casos, a prova da ciência do fato relevante pode ser impossível sem que a acusação explique como, ou por meio de quem, o acusado teve acesso à informação relevante. Mas nem sempre é assim; e o caso em julgamento hoje é um bom exemplo⁵⁰ (grifos nossos).

E, mais recentemente, o Colegiado da CVM, novamente esclareceu sobre a possibilidade

⁵⁰ Manifestação de voto apresentada pelo Diretor Marcos Pinto no julgamento do PAS 24/2005, Diretor Relator Sergio Weguelin, julgado em 7-10-2008.

de condenação com base em prova indiciária⁵¹ a respeito, especificamente, de acesso à informação relevante, consoante as duas decisões a seguir parcialmente transcritas:

Como bem apontado pelo Relatório da Comissão de Inquérito, em caso de insider trading é natural que a acusação se dê por indícios uma vez que “difícilmente existirá uma prova direta, única, cabal e definitiva a respeito do uso privilegiado da informação”, sendo a prova indiciária equivalente a qualquer meio de prova dado o princípio do livre convencimento do julgador, cuja decisão obrigatoriamente será motivada.

Como já tive oportunidade de explicitar em 2004, no sistema brasileiro não há hierarquia das provas e todas têm o mesmo valor, determinante é que os indícios sejam vários, fortes e convergentes, suficientes a sustentar uma condenação.

Nesse aspecto, concordo parcialmente com a defesa que nos casos envolvendo pessoas não profissionalmente ligadas à companhia cabe ao acusador demonstrar o acesso à informação. Isso porque entendo, como explicitado acima, que tal acesso pode ser demonstrado por meio de provas indiciárias suficientes a sustentar uma condenação. No caso, a acusação entendeu que existem diversos e fortes indícios convergentes a denotar que a aquisição de ações de emissão da GOL foi realizada com base em informações que o acusado detinha e que ainda não eram públicas⁵².

Em suma, a legislação brasileira não exige, para a configuração do ilícito de uso indevido de informação privilegiada, a identificação do informante, ou da forma pela qual o infrator obteve a informação relevante ainda não divulgada. Basta, para tanto, que se consiga demonstrar, por meio de uma coleção de indícios, sérios e concatenados, que a pessoa que negociou no mercado tenha tido acesso a uma informação que seja relevante e que ainda não tenha sido divulgada ao mercado pelos meios próprios⁵³.

Por derradeiro, e uma vez esclarecidos os principais elementos do ilícito administrativo de uso de informação privilegiada, faz-se relevante tecer algumas linhas a respeito dos sistemas e procedimentos de segregação de atividades e informações mundialmente conhecidos como *chinese walls*, e a sua repercussão em relação ao ilícito ora analisado.

Chinese wall pode ser conceituado, em síntese, como o conjunto de procedimentos e políticas internas de uma instituição ou conglomerado financeiro, com a finalidade de criar barreiras à comunicação entre diferentes indivíduos ou setores internos, de modo a impedir o fluxo de informações privilegiadas e sigilosas e, assim, evitar situações de

51 Sobre a possibilidade de utilização da prova indiciária em processos administrativos sancionadores no âmbito da CVM, vale remeter o leitor ao Capítulo 4 desta obra.

52 PAS 19/2009, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 7-6-2011.

53 No mesmo sentido, confira-se a decisão proferida nos autos do PAS 10/2008, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 23-11-2010.

conflito de interesse e *insider trading*.

A Resolução nº 2.451, de 27 de novembro de 1997, do Conselho Monetário Nacional (CMN), estabelece, em seu art. 1º, a obrigatoriedade de as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil promoverem a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Essa segregação, segundo a Resolução, pode ser promovida mediante a contratação de empreendedor especializado na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros.

As instituições devem, ainda, designar membro da diretoria ou sócio-gerente, que não tenha qualquer vínculo com as demais atividades da instituição, para responder, administrativa, civil e criminalmente, pela gestão e supervisão dos recursos de terceiros, bem como pela prestação de informações a elas relativas (art. 2º da Resolução CMN nº 2.451/97)⁵⁴.

Além disso, e no âmbito específico do mercado de capitais, o art. 24 da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, estabelece que, exercício da administração de carteiras de valores mobiliários deve ser segregado das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, por meio da adoção de procedimentos operacionais, com o objetivo de: (i) garantir a segregação física de instalações entre a área responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários e as áreas responsáveis pela intermediação e distribuição de valores mobiliários; (ii) assegurar o bom uso de instalações, equipamentos e informações comuns a mais de um setor da empresa; (iii) preservar informações confidenciais e permitir a identificação das pessoas que tenham acesso a elas; e (iv) restringir o acesso a arquivos e permitir a identificação das pessoas que tenham acesso a informações confidenciais.

Em tese, e uma vez existente e devidamente comprovada a implantação de um efetivo sistema de segregação de atividades e informações no âmbito de determinada instituição ou conglomerado financeiro, será possível afastar uma acusação de uso de informação privilegiada por pessoa ou instituição vinculada e que tenha negociado com valores mobiliários no mesmo período em que outra pessoa ou instituição do mesmo conglomerado ou instituição tenha tido acesso a informação relevante ainda não divulgada.

Contudo, e em linha com precedentes da CVM, a simples alegação de existência de práticas internas de segregação, desprovida de qualquer comprovação de que tais práticas tenham sido efetivamente implementadas e aplicadas, não é capaz de infirmar uma acusação que se encontre devidamente fundamentada e comprovada.

⁵⁴ Não haverá essa obrigatoriedade se a segregação de atividades for promovida mediante a contratação de empreendedor especializado na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros (art. 1º, I, da Resolução CMN nº 2.486, de 30 de abril de 1998).

A esse respeito, vale conferir o seguinte trecho de recente e elucidativa decisão da CVM:

É preciso que fique claro que essa defesa não se resume a enviar à CVM um manual de normas internas do grupo. O acusado deve demonstrar como essas normas são aplicadas na prática e, acima de tudo, como elas foram utilizadas para controlar o fluxo de informações no caso concreto. Só assim a pessoa jurídica pode demonstrar que, apesar de seus funcionários terem tido acesso a informação privilegiada, a negociação não foi realizada com base nessa informação.

No caso concreto, os acusados não fizeram nada disso. Quando questionados pela CVM acerca de suas regras e procedimentos de segregação de atividades, os acusados limitaram-se a listar as medidas genéricas que constam em seu manual interno de normas e procedimentos [...]»⁵⁵.

O CRSFN confirmou a referida decisão proferida pelo Colegiado da CVM, em julgamento no qual analisou pormenorizadamente o manual de normas internas do conglomerado financeiro ao qual a instituição acusada pertencia, tendo concluído pela “inexistência de segregação eficiente” e, assim, pela “presunção no sentido de que a informação poderia ser disseminada internamente”. Diante disso, e considerando os demais elementos presentes naqueles autos, o CRSFN entendeu ser permitido o tratamento coletivo do grupo, conforme levado a efeito pela acusação. Decidiu-se, assim, que:

[a] mera existência de pessoas jurídicas diversas não é capaz de garantir a segregação das informações e inexistindo barreiras claras e efetivas considera-se que a informação integrava a “mente corporativa” da instituição. Assim, embora não haja como se apontar o caminho exato da disseminação da informação, e seja mesmo desnecessário fazê-lo, as operações realizadas foram feitas em um ambiente com falta de segregação adequada, motivo pelo qual, havendo outros elementos que indiquem a utilização indevida da informação, autoriza-se a conclusão pela existência da prática de insider trading.

Por fim, ressalte-se que o uso indevido de informação privilegiada é considerado infração grave para os fins do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, conforme dispõem o art. 18 da Instrução CVM nº 358/02 e o art. 1º, I, d, da Instrução CVM nº 491, de 22 de fevereiro de 2011.

55

PAS RJ2009/13.459, Diretor Relator Alexsandro Broedel Lopes, julgado em 30-11-2010.

7.6. Apontamentos sobre os Crimes contra o Mercado de Capitais

A redação original da Lei nº 6.385/76 não contemplava qualquer específica previsão de crimes contra o mercado de capitais. Posteriormente, no ensejo da reforma realizada pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, foi acrescentado o Capítulo VII-B, que dispõe sobre os crimes contra o mercado de capitais, criando-se, a partir de então, três figuras típicas: manipulação do mercado, uso indevido de informação privilegiada (insider trading) e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função (arts. 27-C a 27-E da lei alterada).

Mais recentemente, a Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, além de estabelecer novo marco regulatório para o processo administrativo sancionador (PAS) nas esferas de atuação do Banco Central do Brasil (BC) e da CVM, modernizando o procedimento, aumentando os valores das penas de multa aplicáveis pelas Autarquias e introduzindo a possibilidade de celebração de acordos de leniência no âmbito do sistema financeiro nacional, também alterou sensivelmente a redação dos tipos penais aqui estudados, conforme a seguir examinado.

Como será possível perceber a partir da análise adiante realizada, os tipos penais em questão foram, claramente, inspirados na citada Instrução CVM nº 8/79 e no art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76.

7.6.1. Manipulação de mercado

Art. 27-C. Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:

Pena - reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime⁵⁶.

O bem jurídico tutelado pelo tipo penal em questão é o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários (bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, mercado de balcão ou mercado de balcão organizado) e, portanto, a estabilidade e a

⁵⁶ Antes da introdução deste tipo penal pela Lei nº 10.303/2001, a manipulação do mercado era um delito contra a economia popular previsto no inciso VI do art. 3º da Lei n. 1.521, de 26 de dezembro de 1951 (“VI – provocar a alta ou baixa de preços de mercadorias, títulos públicos, valores ou salários por meio de notícias falsas, operações fictícias ou qualquer outro artifício; (...) Pena – detenção, de 2 (dois) anos a 10 (dez) anos, e multa, de vinte mil a cem mil cruzeiros”). O Código Penal de 1940, ao tratar das fraudes e abusos na fundação ou administração de sociedade por ações, também qualifica como crime, “se o fato não [constituir] crime contra a economia popular”, a conduta do diretor, gerente ou fiscal “que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade”.

confiança no mercado de capitais.

Como já decidiu a Justiça Federal da Seção Judiciária do Estado de São Paulo, um mercado de capitais apto a distribuir de maneira eficiente os recursos da sociedade - e, assim, proporcionar o desenvolvimento econômico - depende da formação de preços dos ativos financeiros em condições de normalidade, de acordo com a lei da oferta e da procura. *“Se, porém, pessoas agem para simular uma falsa percepção sobre as condições do mercado, o funcionamento resta alterado, de modo que a cotação dos títulos não guarda mais correlação com o seu valor verdadeiro”*. Nesse contexto, continua, a r. sentença, *“o bem jurídico tutelado pelo artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 é o correto funcionamento do mercado de capitais, mais especificamente a regularidade do mecanismo de formação de preços nesse mercado, buscando a norma evitar a sua manipulação”*.⁵⁷

Segundo Cavali, em importante obra sobre o tema, o mecanismo de formação de preços de valores mobiliários, aspecto inerente à capacidade funcional alocativa do mercado, é o bem jurídico afetado diretamente por práticas de manipulação de mercado. Trata-se de um verdadeiro bem jurídico supraindividual, um pressuposto real de funcionamento eficiente do mercado de capitais, inconfundível com bens jurídicos individuais.

O crime de manipulação de mercado afeta a característica informativa do preço dos ativos, na medida em que as negociações realizadas pelos manipuladores são interpretadas pelos demais agentes do mercado, especialmente quando envolvem altos valores e volumes negociados, como se realizadas por investidores informados e, com isso, afastam o preço de negociação do valor intrínseco do título. De igual modo, a realização de operações simuladas sinaliza falsamente a existência de oferta e demanda pelo ativo financeiro negociado, influenciando artificialmente o processo de formação de preços.⁵⁸

Qualquer pessoa pode ser sujeito ativo do crime de manipulação. Trata-se, portanto, de crime comum.

Os sujeitos passivos são os titulares de valores mobiliários, os investidores do mercado mobiliário em geral, a companhia emissora dos valores mobiliários objeto de manipulação, a CVM, enquanto órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais evidentemente afetado pela prática do ilícito, e a sociedade em geral, no âmbito da qual estão, por exemplo, pessoas que, em razão da prática do crime de que se trata, podem perder a confiança no mercado e deixar de nele investir, com nefastas consequências, inclusive, para o desenvolvimento econômico do país.

Com as alterações introduzidas pela Lei nº 13.506/2018, semelhantes àquelas que

57 Sentença de lavra do MM. Juiz Federal Marcelo Costenaro Cavali nos autos da Ação Penal nº 0006193-78.2009.4.03.6181. Disponibilização D. Eletrônico de sentença em 03-07-2014.

58 CAVALI, Marcelo Costenaro. Manipulação do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 320.

já contavam do Projeto de Lei do Senado nº 236/2012 (reforma do Código Penal Brasileiro), a redação do art. 27-C foi sensivelmente aprimorada, excluindo-se a dupla finalidade originalmente prevista e que dificultava, sobremaneira e injustificadamente, a persecução deste grave ilícito.

A redação original do art. 27-C estabelecia que o crime de manipulação se caracterizava pela realização de operações simuladas ou outras manobras fraudulentas, *“com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros”*.

Agora a novel redação exige apenas que as operações simuladas ou as manobras fraudulentas sejam destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, não havendo necessidade de se demonstrar a intenção do sujeito ativo de alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado. Para a comprovação do crime e no que tange ao elemento subjetivo do injusto, basta que o agente aja com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros, o que, aliás, costuma ser a finalidade básica de qualquer manipulação.

Equipare-se, assim, o tipo penal ao tipo administrativo previsto na letra b do item II da Instrução CVM nº 8/1979, restando ainda mais evidente que não foram criminalizadas as demais condutas previstas naquela norma administrativa. Afora, por óbvio, a possibilidade de caracterização do crime de estelionato ou aquele previsto no art. 6º da Lei nº 7.492/1986, dada a abrangente redação do ilícito de operação fraudulenta.

Consideram-se idôneos para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado os atos que possam efetivamente modificar as condições de formação dos preços ou as condições normais de oferta ou de demanda de valores mobiliários.

As operações simuladas ou as manobras fraudulentas acabam por alterar a regra mais básica da justa formação de preços no mercado de capitais, qual seja, a lei da oferta e da procura.

O elemento subjetivo no crime de manipulação do mercado é o dolo, ou seja, a vontade livre e consciente de realizar as operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas na forma tipificada. Como ressalta Morelli, é preciso que o agente aja com a intenção de manipular o mercado para a configuração do crime⁵⁹. Para fins penais, e ao contrário do que se passa no âmbito administrativo, o dolo é específico. Isso não significa, é bom esclarecer, que seja necessário que o agente atue diretamente no mercado, realizando operações em Bolsa ou no mercado de balcão. *“Basta que sua atuação, ainda que indireta, tenha o objetivo de afetar o regular funcionamento dos mercados”*⁶⁰.

59 MORELLI, Denis. Comentários aos arts. 27-C, D, E & F. In CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei no 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 627.

60 Idem.

Além disso, o tipo penal também exige que o sujeito aja com a intenção de “*obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros*”.

O delito de manipulação se consuma com a efetiva realização da operação simulada ou com a execução de manobras tendentes a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário. Trata-se de crime formal, que se consuma independentemente da produção do resultado. Não se exige, portanto, a obtenção da vantagem almejada pelo agente, sendo suficiente, para a sua configuração, a evidente potencialidade lesiva do ilícito⁶¹.

É como ressalta Morelli:

Da redação do art. 27-C, fica claro que o crime se consuma com a realização de operações simuladas ou de manobras fraudulentas, sendo que os demais elementos do tipo descrevem o dolo específico, mas não o resultado a ser necessariamente obtido após a realização das ditas operações ou das manobras.

*Essa ideia condiz, também, com a conclusão de que se trata de crime de perigo abstrato, e não de crime de dano. Até porque o resultado naturalístico desse crime é incerto.*⁶²

A pena cominada para o crime é a de reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do ilícito. O art. 27-F da Lei n. 6.385/76 estabelece que a multa cominada para o crime deverá ser aplicada em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente, bem como que, nos casos de reincidência, a multa pode ser de até o triplo do valor fixado.

7.6.2. Uso Indevido de Informação Privilegiada

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

Pena - reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição

61 Contra: ELIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 515.

62 MORELLI, Denis. Comentários aos arts. 27-C, D, E & F. In CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei no 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 629.

que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo. O bem jurídico tutelado pelo crime de *insider trading* é o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários e, portanto, a estabilidade e a confiança nos mercados, mais precisamente o processo de *disclosure*, ou seja, da ampla e completa divulgação de informações, como elemento essencial para a proteção aos investidores do mercado de capitais e a própria eficiência de tal mercado, assim como a atuação regulatória e fiscalizatória da CVM.

Como ensina Proença:

[...] a ação do insider pode configurar em violação simultânea dos preceitos legais pertinentes ao dever de informar, de tornar públicos fatos hábeis para influir na decisão de compra e venda de títulos por parte dos investidores (artigo 157 § 4º da LSA). Infringindo o dever de informar e, ao invés, lançando mão das informações não divulgadas para negociar em posição vantajosa e, portanto, deslealmente, o insider desestabiliza o mercado, comprometendo-lhe, por conseguinte, a eficiência. Fere, o insider, a transparência, a ética, sem cuja preservação o mercado de capitais não levará a bom termo as metas para as quais direcionado pela nossa Lei Maior.

Nesse caso, simultaneamente ao dever de informar, a ação do insider viola o dever de lealdade à companhia, transgredindo a disposição do § 1º do artigo 155 da invocada LSA. Assim, o valor tutelado pela norma do artigo 27-D, acima transcrito, reside na confiabilidade e, por consequência, na eficiência do mercado, para cuja garantia a lei institui o comentado dever de informação⁶³.

Como já decidiu o Superior Tribunal de Justiça (STJ), quando do julgamento leading case que ficou conhecido como “caso Sadia” - no qual a CVM atuou, desde a primeira instância, como assistente de acusação do Ministério Público Federal - a norma do art. 27-D da Lei nº 6.385/76 foi editada “para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias”.⁶⁴

63 PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading* – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 319-320.

64 Recurso Especial nº 1.569.171/SP (2014/0106791-6), Relator Min. Gurgel de Faria, DJe: 25/02/2016.

Antes da alteração promovida pela Lei nº 13.506/2018, o sujeito ativo do *insider trading* era apenas quem, em razão do ofício, tinha acesso a informações privilegiadas (por exemplo, administradores de companhia, advogados por ela contratados, auditores independentes⁶⁵, etc.) e, portanto, tinha o dever de guardar sigilo. Nada obstante, e mesmo sob a égide da redação legal anterior, já era perfeitamente possível a eventual punição a terceiros na forma do art. 29 do Código Penal, consoante decisão do STJ:

*RECURSO ORDINÁRIO. HABEAS CORPUS. MERCADO DE AÇÕES. INFORMAÇÕES SIGILOSAS. LEI N. 6.385/1976. TRANCAMENTO DE AÇÃO PENAL. MEDIDA EXCEPCIONAL. 1. O trancamento de ação penal pela via do habeas corpus é medida excepcional, cabível quando estiverem comprovadas, de plano, a atipicidade da conduta, a causa extintiva da punibilidade ou a ausência de indícios de autoria, o que não se verifica nestes autos. Peça acusatória que descreve a estreita ligação do recorrente com pessoas detentoras de informações sigilosas, com a finalidade de manipulação do mercado. 2. Dever de sigilo previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976. Condição objetiva relacionada aos agentes em razão da função ou cargo exercidos. Possibilidade de eventual punição a terceiros na forma do art. 29 do Código Penal. Elementares do tipo que se comunicam ao partícipe, desde que ele tenha delas conhecimento (art. 30 do CP). Precedentes. 3. Recurso ordinário em habeas corpus conhecido e improvido. Liminar cassada.*⁶⁶

Com a recente alteração legislativa, foi criminalizada a conduta do chamado insider secundário ou de mercado, que são aqueles que tomam conhecimento da informação privilegiada por meio - direto ou indireto - dos insiders considerados primários (os que possuem acesso direto à informação relevante sigilosa, tais como administradores da companhia, acionistas controladores, auditores ou advogados contratados pela sociedade) e podem ser, por exemplo, amigos, parentes ou até os próprios intermediários.

Nesse sentido, vale notar que foi excluída do tipo legal a exigência de o sujeito ativo ter o dever de guardar sigilo, bastando, para a incidência do novel dispositivo, que o agente tenha conhecimento de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, e que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.

65 Nesse sentido, vale fazer referência ao escólio de De Grandis: “constata-se, assim, que a vedação ao *insider trading* também alcançou os denominados *structural insiders*, ou seja, as pessoas que, não se inserindo na condição de *corporate insiders*, têm, em razão de suas funções ou atividades profissionais, acesso a informações sigilosas capazes de influenciar, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia” (GRANDIS, Rodrigo de. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. In: VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theodomiro. *Direito Penal Econômico: crimes financeiros e correlatos*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 165).

66 Recurso em Habeas Corpus nº 46.315/RS (2014/0059633-4), Relator Min. Sebastião Reis Júnior, DJe 25-09-2015.

A alteração parece salutar.

Por meio da repressão ao *insider trading* objetiva-se, assim, tutelar a função pública da informação enquanto justo critério de distribuição do risco do negócio no mercado de capitais. Consoante destaca a doutrina, o que está em causa é a igualdade perante um bem econômico: a informação necessária para a tomada de decisões econômicas racionais. Quem usa informação privilegiada, tenha ou não o dever de mantê-la em sigilo, subverte as condições de regular funcionamento do mercado e coloca em perigo a sua eficiência.⁶⁷

A metáfora reproduzida por Toledo é precisa e ajuda na visualização dos efeitos produzidos pelo *insider trading*: a imagem da pedra atirada n'água, com os círculos concêntricos formados a partir do ponto de impacto inicial.⁶⁸

Portanto, e considerando a finalidade legal da proibição do uso de informação privilegiada, e os bens jurídicos por ela tutelados, salutar a alteração legislativa em questão, que criminalizou, também, a conduta do sujeito que, embora não tenha dever de manter a informação em sigilo, dela se utiliza para obter vantagem no mercado de capitais.

O § 2º do art. 27-D, por seu turno, aumenta a pena em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime “*se valendo de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo*”.

Ou seja, a Lei considera que, além do uso da informação relevante, a violação de dever legal ou contratual de guardar sigilo possui relevância penal suficiente para aumentar a pena em 1/3.

No notório caso de *insider* que ficou conhecido como caso Sadia (cuja sentença penal condenatória já transitou em julgado), tanto a sentença de 1ª instância quanto o acórdão proferido pelo Tribunal Regional Federal da 3ª Região reconheceram que a pena do Diretor de Relações com Investidores e do Conselheiro de Administração da Companhia deveria ser agravada porque o crime foi praticado por pessoas que não apenas tinham o dever de guardar sigilo da informação (elemento do tipo), mas por altos administradores da Sadia, que deveriam ter especial zelo pela observância do seu dever de lealdade para com a companhia.

Interessante notar, ademais, a previsão contida no § 1º do art. 27-D, segundo o qual incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de

67 PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *Crimes e contraordenações no novo Código dos Valores Mobiliários*. Disponível em: <<http://www.cnmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C07FredericoCostaPinto2.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2011.

68 TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7.12.89 – A Tutela judicial do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*. n. 80. p. 138/148. Outubro-dezembro, 1990.

valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. Criminalizada está, portanto, a prática conhecida como *tipping*, que ocorre quando alguém repassa a terceiros (dá dicas) informação relevante ainda não divulgada. Tal alteração parece ter o condão de desestimular ainda mais a prática do crime de uso de informação privilegiada, o que, somada à possibilidade de celebração de acordo de supervisão - conforme art. 30 c/c art. 34 da Lei nº 13.506/2018 - pode servir como importante desincentivo ao cometimento do ilícito e como relevante ferramenta de persecução penal e administrativa.

A nova legislação, portanto, amplia o ferramental à disposição do Estado no sentido de gerar aquilo que a IOSCO qualifica como “*credible deterrence*”.⁶⁹

Os sujeitos passivos são os titulares de valores mobiliários, os investidores do mercado mobiliário, a companhia emissora dos valores mobiliários objeto do ilícito, a CVM, enquanto órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais evidentemente afetado pela prática do crime, e a sociedade em geral, no âmbito da qual estão, por exemplo, pessoas que, também em razão desse delito, podem perder a confiança no mercado e deixar de nele investir, com nefastas consequências, inclusive, para o desenvolvimento econômico do país.

A conduta típica, *in casu*, é utilizar (fazer uso), de qualquer modo, de informação relevante com as características previstas no tipo.

O elemento subjetivo do delito de uso indevido de informação privilegiada é o dolo, ou seja, a vontade livre e consciente de utilizar a informação relevante ainda não divulgada ao mercado, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.

O crime se consuma com a efetiva utilização de informação relevante com as características enfocadas. Trata-se de crime formal e de perigo abstrato, ou seja, que não exige a obtenção da vantagem almejada pelo agente, sendo suficiente, para a sua configuração, a evidente potencialidade lesiva do ilícito⁷⁰.

A própria redação do tipo penal aqui tratado, além de estar em estrita consonância com o princípio do *full and fair disclosure*, alicerce fundamental do mercado de capitais,

69 “Deterrence is credible when would-be wrongdoers perceive that the risks of engaging in misconduct outweigh the rewards and when non-compliant attitudes and behaviours are discouraged. Deterrence occurs when persons who are contemplating engaging in misconduct are dissuaded from doing so because they have an expectation of detection and that detection will be rigorously investigated, vigorously prosecuted and punished with robust and proportionate sanctions”. IOSCO. *Credible Deterrence In The Enforcement Of Securities Regulation*. Junho, 2015. Disponível em <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS383.pdf>. Acesso em 07/11/2016.

70 Nesse sentido: PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 321-322. SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Prevenção e combate ao *insider trading* são cruciais. Disponível em: <http://www.conjur.com.br/2009-dez-15/prevencao-combate-crime-insider-trading-sao-essenciais>. Acesso em: 18 abr. 2010. Contra: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 534.

é bastante esclarecedora, exigindo apenas que a informação relevante seja capaz de propiciar a vantagem indevida.

Em suma, para a configuração do delito, basta a utilização da informação privilegiada e relevante, independentemente de benefício eventualmente auferido⁷¹.

No mesmo sentido, De Sanctis pontua que o delito previsto no art. 27-D deve “*ser classificado como delito formal, já que o resultado vantagem indevida não é indispensável para a sua consumação, bastando que o sujeito ativo pratique a conduta, ou seja, utilize informação obtida*”.⁷²

Seguindo essa linha de raciocínio, o Tribunal Regional Federal da 3ª Região, nos autos da ação penal referente ao já citado “caso Sadia”, manifestou o entendimento, confirmado pelo E. STJ, de que o delito de insider trading “*possui natureza de crime formal, e se consuma com a mera utilização de informação privilegiada em razão do cargo que ocupa na empresa, mediante a negociação de valores*”.⁷³

A pena cominada para o crime é a reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do ilícito. Aplica-se também aqui o art. 27-F da Lei n. 6.385/76.

7.6.3. Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função

Art. 27-E. Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento:

Pena - detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa.

O objeto desse delito é o interesse social de que funções especiais e de interesse público da espécie das abrangidas pelo tipo somente sejam exercidas por pessoas aptas para tanto, nos termos da lei.

⁷¹ A propósito, cumpre observar que, nos termos do Relatório Final apresentado em junho de 2012 pela Comissão de Juristas responsável pela elaboração do Anteprojeto de Código Penal, pretende-se transformar o crime de *insider trading* em ilícito de cunho material (e não formal e de perigo abstrato), *data venia* ignorando, por completo, as razões que fundamentam a própria existência do tipo específico. Além disso, objetiva-se também descriminalizar o ilícito de manipulação do mercado e o previsto no art. 27-E da Lei nº 6.385/76, o que parece estar na contramão do esforço mundial que vem sendo feito para tornar os mercados financeiros mais sólidos, transparentes e confiáveis. Nesse sentido, vide: WELLISCH, Julia Sotto Mayor. *A Reforma do Código Penal e os Ilícitos contra o Mercado de Capitais*, no prelo.

⁷² DE SANCTIS, Fausto Martin. *Delinquência Econômica e Financeira*, Rio de Janeiro: Forense, 2015, pag. 286

⁷³ Processo nº: 0005123-26.2009.4.03.6181 (Apelação Criminal nº 45484), Relator: Des. Fed. Luiz Stefanini, 5ª Turma, DJe 14-02-2013.

O sujeito ativo é qualquer pessoa natural. Os sujeitos passivos são o Estado, a CVM, órgão que emite a indispensável autorização para o exercício das profissões ou atividades abrangidas pelo tipo penal, e, secundariamente, as pessoas que exercem as funções em questão nos estritos termos da lei. Tal como ocorre com os dois crimes antes analisados, também se enquadram como sujeitos passivos a coletividade de investidores do mercado de capitais e a sociedade em geral, no âmbito das quais estão, por exemplo, pessoas que, também em razão desse delito, podem perder a confiança no mercado e deixar de nele investir.

A conduta típica é o exercício de qualquer cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado junto à CVM, quando exigido por lei ou por instrução da Autarquia.

O elemento subjetivo é o dolo, ou seja, a vontade livre e consciente de atuar na forma prevista no tipo.

Em relação ao que consta da primeira parte do tipo, o delito se consuma com a prática do primeiro ato sem autorização.

A pena cominada para o crime é a de detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos e multa.

7.6.4. Competência da Justiça Federal para processo e julgamento dos crimes contra o mercado de capitais⁷⁴

O sistema financeiro nacional, como se sabe, é o conjunto de órgãos e entidades que regulamentam, fiscalizam e executam as operações necessárias à circulação da moeda e do crédito no País. Ele é composto pelos seguintes subsistemas: **(a) normativo**, integrado pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Conselho Nacional de Seguros Privados e pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar; **(b) supervisor e regulador**, integrado pelo Banco Central do Brasil, pela Comissão de Valores Mobiliários, pela Superintendência Nacional de Seguros Privados e pela Superintendência Nacional de Previdência Privada; e **(c) operativo**, integrado pelos bancos comerciais, múltiplos, de câmbio, de investimento e de desenvolvimento; cooperativas e sociedades de crédito; agências de fomento; administradoras de consórcio; sociedade de arrendamento mercantil; corretoras de câmbio; bolsas de valores e de mercadorias e futuros; corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários; sociedades seguradoras e resseguradoras; sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência complementar; e fundos de pensão.

⁷⁴ Para aprofundamento no assunto, vide WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Competência da Justiça Federal para processo e julgamento dos crimes contra o mercado de capitais. *Interesse público*, Belo Horizonte: Fórum, v. 12, n. 63, ago. 2010.

Nesse sentido, aliás, a Lei nº 4.595/64, em seu art. 18⁷⁵, já deixava evidente que o sistema financeiro não se limita ao mercado monetário ou às instituições bancárias, tendo submetido expressamente os agentes e as atividades do mercado de capitais à disciplina geral do sistema financeiro.

Além disso, a análise dos delitos previstos na Lei nº 6.385/76 (arts. 27-C, 27-D e 27-E) revela que o escopo da Lei nº 10.303/01 não foi outro senão colmatar as lacunas existentes na Lei de Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei nº 7.492/86) em relação às condutas perpetradas no âmbito do mercado de capitais.

O simples fato de a prática nociva prevista no art. 27-E não encontrar emolduramento típico na “Lei de Crimes de Colarinho Branco” não lhe retira a natureza jurídica de crime financeiro, pois, como visto, o mercado de capitais nada mais é do que um segmento do sistema financeiro⁷⁶.

Nesse sentido, vale fazer alusão às lições de Pimentel:

*Portanto, embora a lei faça referência ao Sistema Financeiro Nacional, esta expressão deve ser entendida com sentido amplo, de mercado financeiro, ou mercado de capitais, abrangendo os seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer outro tipo de poupança, que se situam no âmbito do Direito econômico, e não do Direito financeiro.*⁷⁷

Ademais, também não se pode olvidar que os crimes da Lei nº 6.385/76 são em tudo semelhantes aos da Lei nº 7.492/86, especialmente em seus elementos estruturantes: escopo de tutela, pertinência sistêmica e potencial ofensivo. Entender que uns se submetem à competência da Justiça Federal e outros à competência da Justiça Estadual representa exegese meramente literal⁷⁸ que despreza a lógica jurídica e a interpretação sistemática, que deve ser realizada para que se possa extrair o adequado alcance, significado e conteúdo da norma.

Como recorda Eros Grau, a Constituição não pode ser interpretada “em tiras, aos pedaços. A interpretação de qualquer norma da Constituição impõe ao intérprete,

75 Art. 18. As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras.

§ 1º Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras.

76 No mesmo sentido, vale fazer referência à doutrina de SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Jylia Sotto Mayor. *Mercado de Capitais - Regime Sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 173-180.

77 PIMENTEL, Manoel Pedro. Crimes contra o sistema financeiro nacional – Comentários à Lei 7.492, de 16.6.86. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1987, p. 27.

78 Aliás, o “apego às palavras é um desses fenômenos que, no Direito como em tudo o mais, caracterizam a falta de maturidade do desenvolvimento intelectual”. *Littera occidit; spiritus vivificat*. (MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2003, p. 101.).

*sempre, em qualquer circunstância, o caminhar pelo percurso que se projeta a partir dela - da norma até a Constituição. Uma norma jurídica isolada, destacada, desprendida do sistema jurídico, não expressa significado normativo nenhum”.*⁷⁹

Portanto, e partindo de uma interpretação genuinamente sistemática do ordenamento jurídico brasileiro, não há como deixar de reconhecer que, embora não disciplinadas expressamente na Lei nº 7.492/86 - mas na Lei nº 6.385/76 - as condutas plasmadas nos artigos 27-C, 27-D e 27-E da Lei de Valores Mobiliários configuram crimes contra o sistema financeiro nacional e, assim, devem ser processadas e julgadas perante a Justiça Federal, em vista do disposto no artigo 109, inciso VI, da Constituição da República.

Ainda que não se reconhecesse a aplicabilidade do art. 109, inciso VI, da CRFB/88, é fato que a jurisprudência do STJ é cristalina na afirmação da competência da Justiça Federal sempre que se verificar hipótese de ofensa a bens, serviços ou interesses da União, suas autarquias ou empresas públicas, nos exatos termos do art. 109, inciso IV, da Constituição Federal, ou que, pela magnitude da atuação ou pelo tipo de atividade desenvolvida, o ilícito tenha a propensão de abranger vários Estados da Federação e prejudicar setor econômico estratégico para a economia nacional⁸⁰.

É o que ocorre, por exemplo, nos ilícitos de *insider trading* e de manipulação do mercado (arts. 27-C e 27-D da Lei n. 6.385/76), que, como já analisado, têm o condão de prejudicar gravemente o mercado de capitais como um todo, a coletividade de investidores e a sociedade em geral, aniquilando a confiança em setor tão relevante para o desenvolvimento econômico do país.

Além do mais, e na medida em que a matéria se encontra no âmbito da competência privativa da União, conforme estabelecido no art. 21, VIII, da Constituição da República, a própria Lei Maior torna evidente o interesse federal na matéria.

Nessa linha, a jurisprudência dos Tribunais Regionais Federais (TRF) e do Superior Tribunal de Justiça não tem vacilado em reconhecer a competência da Justiça Federal para a apreciação e o julgamento de ações penais referentes aos crimes da Lei nº 6.385/76. Nesse sentido, vale transcrever os seguintes julgados:

PENAL E PROCESSO PENAL. MEDIDA CAUTELAR DE SEQUESTRO E ARRESTO. BLOQUEIO DE ATIVOS FINANCEIROS. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. COMPETÊNCIA DO JUÍZO ESPECIALIZADO EM CRIMES CONTRA O SISTEMA FINANCEIRO. INDÍCIOS SUFICIENTES DE AUTORIA E MATERIALIDADE, BEM COMO DA URGÊNCIA DA MEDIDA. MANUTENÇÃO DA CONSTRUÇÃO. DESPROVIMENTO DA APELAÇÃO DEFENSIVA.

79 GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988 (interpretação e crítica)*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 1997, p. 176-177.

80 Nesse sentido: STJ, HC 117.169/SP, Relator Min. Napoleão Nunes Maia Filho, 5ª T., DJe 16-3-2009.

1. O Superior Tribunal de Justiça já se manifestou no sentido de que o **crime contra o mercado de capitais, que lesiona o sistema financeiro nacional, atrai o interesse da União e se configura como crime contra o sistema financeiro, cabendo, portanto, o processamento e julgamento de tais crimes às varas federais especializadas em crimes contra o sistema financeiro nacional e lavagem de dinheiro.**

2. As provas indiciárias da autoria e da materialidade dos crimes previstos nos arts. 27-C e 27-D da Lei 6.385/79, bem como a demonstração da urgência da medida cautelar, estão devidamente consignadas no Parecer da AGU (fls. 50/66) e no Termo de Acusação do Processo Administrativo Sancionador (PAS) (fls. 67/107), trazidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de modo que, por ora, deve ser mantida a constrição às contas correntes do apelante.

3. Apelação defensiva desprovida⁸¹.

RECURSO EM SENTIDO ESTRITO. COMPETÊNCIA. CRIME TIPIFICADO NO ART. 27-C DA LEI Nº 6.935/1976. ART. 109, INCISO IV, DA CONSTITUIÇÃO. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL.

- O art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, tem por objeto jurídico a tutela, a proteção, a higidez do mercado de valores mobiliários em bolsas de valores, de mercadorias e de futuros. Visa coibir operações simuladas ou manobras fraudulentas realizadas com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros.

- **Cabe à Comissão de Valores Mobiliários, autarquia pública federal, fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociado** (arts. 5º e 8º da Lei nº 6.835/1976).

- **Incidência da regra de competência estabelecida no art. 109, inciso IV, da Constituição.** Precedentes do E. Superior Tribunal de Justiça.

- Recurso em sentido estrito provido. Assentada a competência da Justiça Federal⁸².

PENAL. PROCESSUAL PENAL. RECURSO EM SENTIDO ESTRITO. DECLINAÇÃO DE COMPETÊNCIA. NÃO CABIMENTO.

81 TRF da 2ª Região, Apelação Criminal nº 0022054-97.2014.4.02.5101, Relator Desembargador Messod Azulay Neto, DJe 21-11-2014.

82 Recurso em Sentido Estrito nº 0010199-89.2013.4.03.6181/SP, Relator Juiz Federal Convocado Roberto Lemos, DJe 02-10-2015.

PRINCÍPIO DA ESPECIALIDADE. ART. 7º, IV, DA LEI N. 7.492/86 E ART. 27-E DA LEI N. 6.385/76.

1. A negociação não autorizada no mercado de capitais configura infração ao art. 27-E da Lei n. 6.385/76, acrescido pela Lei 10.303/01, norma especial, mais nova e mais benéfica do que o art. 7º, IV, da Lei n. 7.492/86.

2. O mercado de valores mobiliários (protegido pela Lei n. 6.385/76), já é em si parcela do sistema financeiro nacional (protegido pela Lei n. 7.492/96), abrangendo o tipo penal do art. 27-E da Lei n. 6.385/76 maior número de condutas, inclusive gratuitas, vinculadas a atividades oficiosas de negociação no mercado de capitais.

3. A conduta incriminada de negociação não autorizada (do art. 7º, IV, da Lei n. 7.492/86) é também conduta de atuar na distribuição ou administração inautorizada do mercado de valores mobiliários (art. 27-E da Lei n. 6.385/76).

4. Assim, é a negociação não autorizada no mercado de capitais crime sujeito à norma especial do art. 27-E da Lei n. 6.385/76.

5. Dando-se a proteção ao mesmo bem jurídico da Lei n. 7.492/86 (o sistema financeiro nacional, pela proteção à captação de dinheiro popular), e inclusive inserida a atividade no conceito de instituição financeira (pela custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários - art. 1º da Lei n. 7.492/86), com similar proteção penal (art. 7º, IV, da Lei n. 7.492/86) e igual nível de interferência de organismos federais na ordenação e controle dos sistemas, **deve a especial norma protetiva da inautorizada atuação no mercado de capitais também ser objeto de processo e julgamento na jurisdição federal, na forma determinada pela mais ampla lei de regência do sistema financeiro nacional** (art. 26 da Lei n. 7.492/86).

6. Recurso em sentido estrito provido para o recebimento da denúncia na jurisdição federal⁸³.

PENAL. CONFLITO DE COMPETÊNCIA. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. INTERESSE DA UNIÃO NA HIGIEDEZ, CONFIABILIDADE E EQUILÍBRIO DO SISTEMA FINANCEIRO. LEI 6.385/76, ALTERADA PELA LEI 10.303/01. AUSÊNCIA DE

83 TRF da 4ª Região, Recurso Criminal em Sentido Estrito 2006.71.00.037341-8/RS, Relator Desembargador Federal Néli Cordeiro, 7ª T., DJe 16-4-2008.

PREVISÃO DE COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. ART. 109, IV, DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL. APLICAÇÃO. RELEVÂNCIA DA QUESTÃO E INTERESSE DIRETO DA UNIÃO. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL.

1. O fato de tratar-se do sistema financeiro ou da ordem econômico-financeira, por si só, não justifica a competência da Justiça Federal, embora a União tenha interesse na higidez, confiabilidade e equilíbrio do sistema financeiro.

2. A Lei 6.385/76 não prevê a competência da Justiça Federal, porém é indiscutível que, **caso a conduta possa gerar lesão ao sistema financeiro nacional, na medida em que põe em risco a confiabilidade dos aplicadores no mercado financeiro, a manutenção do equilíbrio dessas relações, bem como a higidez de todo o sistema, existe o interesse direto da União.**

3. O art. 109, VI, da Constituição Federal não tem prevalência sobre o disposto no seu inciso IV, podendo ser aplicado à espécie, desde que caracterizada a relevância da questão e a lesão ao interesse da União, o que enseja a competência da Justiça Federal.

4. Conflito conhecido para declarar a competência do Juízo Federal da 2ª Vara Criminal da Seção Judiciária do Estado de São Paulo, um dos suscitados⁸⁴.

CONFLITO NEGATIVO DE COMPETÊNCIA. ART. 27-D DA LEI Nº 6.385/76. COMPETÊNCIA. INEXISTÊNCIA DE DISPOSIÇÃO LEGAL ESPECÍFICA. ART. 109, VI, DA CF. NÃO INCIDÊNCIA. INTERESSE DA UNIÃO. OCORRÊNCIA. ART. 109, IV, DA CF. CARACTERIZAÇÃO. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL.

1. Compete à Justiça Federal processar e julgar delitos praticados contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira nas hipóteses determinadas por lei (art. 109, inciso VI, da CF), o que não se verifica na hipótese.

2. No caso, cuida-se de inquérito policial instaurado para apurar suposta prática do delito previsto no art. 27-D da Lei nº 6.385/76, que teria atingido elevado número de acionistas, pondo em risco a segurança do mercado financeiro.

3. Caracterizada, pois, a competência da Justiça Federal (art. 109,

IV, CF), uma vez que a conduta em apuração afeta diretamente o mercado de valores mobiliários, sujeito à fiscalização de autarquia vinculada à União, qual seja, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

4. Conflito conhecido para declarar a competência do Juízo Federal da 2ª Vara da Seção Judiciária do Estado de São Paulo, o suscitado⁸⁵.

Por oportuno, é importante dizer também que a orientação jurisprudencial do STF não discrepa do entendimento ora defendido, conforme se pode verificar pela leitura do seguinte trecho da ementa referente ao Recurso Extraordinário n. 502.915/SP:

2. De outro lado, os crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira devem ser julgados pela Justiça Federal - ainda que ausente na legislação infraconstitucional nesse sentido -, quando se enquadrem os fatos em alguma das hipóteses previstas no artigo 109, IV, da Constituição⁸⁶.

Ou seja, a norma do art. 109, VI, da CF/88 não esgota a disciplina quanto à competência da Justiça Federal no que tange aos crimes contra o sistema financeiro nacional e a ordem econômico-financeira. Na verdade, e de acordo com as lições do Ministro Sepúlveda Pertence, referido inciso:

[...] antes amplia do que restringe a competência da Justiça Federal: possibilita ele, com efeito, que a partir das peculiaridades de determinadas condutas lesivas ao sistema financeiro nacional e à ordem econômico-financeira, possa a legislação ordinária subtrair da Justiça estadual a competência para julgar causas que se recomenda sejam apreciadas pela Justiça Federal, mesmo que não abrangidas pelo art. 109, IV, da Constituição⁸⁷.

E continua o Eminentíssimo Ministro:

Do contrário, poderiam surgir situações em que o crime seria julgado pela Justiça estadual mesmo que cometido contra bens, serviços e interesses, por exemplo, do Banco Central, com repercussões quicá em toda a ordem econômico-financeira brasileira.

Seria impingir ao inciso VI o sentido diametralmente oposto ao que se extrai da interpretação sistemática e teleológica dos demais dispositivos relativos à competência da Justiça Federal.

No mesmo sentido, Cavali, para quem a manipulação de mercado afeta interesse direto

85 CC 135850/SP, Relatora Ministra Maria Thereza de Assis Moura, 3ª Seção, DJe 01/10/2014.

86 STF, RE 502.915/SP, Relator Min. Sepúlveda Pertence, 1ª T., DJ 27-4-2007.

87 STF, RE 502.915/SP, Relator Min. Sepúlveda Pertence, 1ª T., DJ 27-4-2007.

da União e da Comissão de Valores Mobiliários, atingindo os principais interesses a serem protegidos pela Autarquia, pois, a um só tempo, desestimula a aplicação das poupanças em valores mobiliários e afeta o funcionamento eficiente e regular do mercado. Não se trata, pois, de ofensa genérica a bem ou interesse da União ou da autarquia federal responsável pela fiscalização da atividade: a ofensa é direta e frontal ao interesse nuclear do mercado de capitais. Não é exagero afirmar, nesse sentido, que o abuso do mercado - abrangente das práticas de *insider trading* e de manipulação do mercado - é o mais poderoso inimigo da eficiência do mercado e o maior destruidor da confiança dos investidores.⁸⁸

Outrossim, não pode deixar de ser registrado que tanto a CVM quanto o Ministério Público Federal comungam do entendimento ora sustentado, tendo, inclusive, celebrado Termo de Cooperação Técnica no qual reconhecem, expressamente, a atribuição do *Parquet* Federal para o ajuizamento de ações penais relacionadas aos crimes previstos na Lei n. 6.385/76, e movido, em regime de estrita coordenação, processos penais perante a Justiça Federal, que vem, mediante relevantes e fundamentadas decisões, confirmando ser efetivamente sua a competência para os crimes contra o mercado de capitais.

Por todo o exposto, e considerando que os crimes contra o mercado de capitais:

- i) são, essencialmente, crimes contra o sistema financeiro nacional;
- ii) ostentam caráter pluriestadual e nítido potencial transnacional;
- iii) violam direta e frontalmente o notório interesse da CVM em manter um mercado de valores mobiliários hígido, confiável, transparente e eficiente;
- iv) causam danos diretos a todo o público investidor, obviamente desprotegido perante os grandes acionistas e demais detentores de informações privilegiadas;
- v) prejudicam o desenvolvimento do mercado, aniquilando a confiança na lisura das suas relações e causando impacto suficientemente hábil a afetar a necessária credibilidade e a harmonia que constituem a sua base fundamental; e
- vi) em última análise, afetam a própria economia do país, acarretando óbvios e inegáveis prejuízos à sociedade como um todo.

Resulta evidente a competência da Justiça Federal para os respectivos

⁸⁸ CAVALI, Marcelo Costenaro. Manipulação do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. Para maior.

processos e julgamentos, na forma do art. 109, incisos IV e VI, da Constituição da República Federativa do Brasil e da doutrina e da jurisprudência especializadas que vêm se consolidando no país.

7.7. Acordos de Cooperação e Formas de Atuação Conjunta

A coordenação de esforços dos órgãos de controle e de fiscalização no âmbito do mercado de capitais é fator de singular importância para a efetividade do seu regime sancionador.⁸⁹

Nesse sentido, merecem destaque os diversos memorandos de entendimento (*Memorandum of Understandings* - MOUs) celebrados pela CVM, com base nos arts. 10 da Lei nº 6.385/76 e 2º, § 4º da Lei Complementar nº 105/2001, com órgãos reguladores similares ao redor do mundo, assim como a assinatura, no ano de 2009, do Memorando Multilateral de Entendimento (*Multilateral Memorandum of Understanding* MMoU) da IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*).

Ainda em relação ao tema da coordenação de esforços no âmbito do regime sancionador do mercado de capitais, a postura institucional da CVM, ao longo dos anos, tem sido a de, cada vez mais, estimular e buscar a mais ampla interação possível entre órgãos internos ou externos, públicos ou privados, que atuem na supervisão ou na fiscalização do mercado de capitais nos âmbitos nacional ou internacional.

Como se sabe, um mesmo fato pode caracterizar a violação de diversos normativos, repercutir em diferentes jurisdições ou instâncias e, assim, exigir a atuação de distintos órgãos de supervisão, controle ou fiscalização ao redor do mundo, o que, aliás, é uma realidade cada vez mais presente no domínio econômico como um todo e, em especial, na esfera do mercado de capitais.

Ocorre que esse regime institucional de múltipla reação, por si só, não vem sendo suficiente para prevenir a impunidade em todos os níveis e jurisdições, especialmente no caso dos peculiares, sofisticados e potencialmente transnacionais ilícitos praticados nos mercados financeiro e de capitais.

A simples atuação isolada de diferentes órgãos (ou departamentos) responsáveis pela prevenção, apuração e responsabilização em razão de um mesmo fato não tem o condão de oferecer as condições mínimas para uma atuação de supervisão e de *enforcement* plenamente racional e efetiva. Isso se tornou muito claro notadamente após

89 O tema foi analisado mais detidamente em artigo que escrevi em coautoria com Alexandre Pinheiro dos Sandos: *Enforcement e Mecanismos de Solução Alternativa de Conflitos no Mercado de Capitais*. In *Revista de Mediação e Arbitragem*, Ano 14, vol. 53, abr-jun/2017, 357-380.

as primeiras reflexões globais posteriores à eclosão da crise financeira internacional de 2008.

Nesse sentido, vale mencionar a assinatura, pela CVM, de acordos de cooperação com o Ministério Público Federal (MPF) e a Polícia Federal⁹⁰, os quais têm incrementado e aprimorado o relacionamento da CVM com tais instituições, consolidando a existência e a manutenção de uma linha de contato direta e desburocratizada com os Procuradores da República e as autoridades policiais em todo o País, que, nos anos recentes, vem viabilizando, quando necessário ou útil, tempestiva e profícua adoção de providências conjuntas, nas vias administrativa, civil ou criminal, em prol dos participantes do mercado de capitais e da sociedade como um todo⁹¹.

Como exemplos de resultados positivos da parceria institucional da CVM com o MPF, podem ser citados os seguintes.

Em relação a um negócio de aquisição de determinadas empresas do setor petroquímico brasileiro divulgado publicamente em março de 2007, a CVM, juntamente com o MPF, obteve, liminarmente, o bloqueio de ativos de possíveis envolvidos com o uso indevido de informação privilegiada. Nesse caso, a CVM e o MPF também ajuizaram ação civil pública relacionada com os mesmos fatos, com a qual está sendo buscado o ressarcimento dos investidores do mercado⁹².

O mesmo tipo de atuação conjunta se repetiu quando de posterior operação de aquisição de controle de determinada companhia aberta, também do setor petroquímico, ocorrida em agosto de 2007⁹³.

Esse caso ainda ensejou outro importante exemplo de atuação eficaz do Estado Brasileiro (CVM e MPF), eis que, em 2008, ocorreu a então inédita celebração conjunta, pela CVM e pelo MPF, do primeiro Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta firmado com um participante do mercado de capitais, para o encerramento concomitante de procedimentos administrativo e judicial (civil). Em 17 de março de 2008, os dois órgãos públicos citados celebraram um acordo com sociedade estrangeira que realizou operações com ações preferenciais de emissão da companhia aberta cujo controle foi adquirido, as quais, logo após a publicação do fato relevante respectivo, renderam lucro de mais de R\$ 500.000,00. O aludido Termo foi homologado, em 24-

90 Os acordos de cooperação estão disponíveis em: http://www.cvm.gov.br/port/convenios/Conv%C3%AAnio_Minist%C3%A9rio_20P%C3%ABlico_Federal.pdf e <http://www.cvm.gov.br/port/convenios/DPF.pdf>. Acesso em: 23 out. 2011.

91 Ainda sobre o tema: SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. *Cooperação ampliada. Capital Aberto*, São Paulo, 1º fev. 2010, v. 78, p. 62; e SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. *Mitigating the impact of financial crises on the Brazilian capital market*. In: CISSÉ, Hassane; BRADLOW, Daniel; KINGSBURY, Benedict. *The World Bank Legal Review: International Financial Institutions and Global Legal Governance*. Law, Justice, and Development Series 3. Paperback, 2011, p. 344.

92 A ação corre em segredo de justiça perante a 15ª Vara Federal da Seção Judiciária do Estado do Rio de Janeiro, sob o n. 2007.51.01.014079-0. Mais informações sobre o assunto em: http://www.cvm.gov.br/port/infos/Ipiranga2007_04_19.asp e <http://www.cvm.gov.br/port/infos/Ipiranga.asp>. Acesso em: 24 out. 2011.

93 Processo n. 2007.51.01.022852-8 (6ª Vara Federal da Seção Judiciária do Estado do Rio de Janeiro).

3-2008, pelo MM. Juízo da 6ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro⁹⁴.

Por força da celebração do referido Termo, a Compromitente desembolsou a quantia de R\$ 2.200.000,00, destinada aos investidores que operaram com ela e ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos (Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985). O valor pago pela Compromitente correspondeu ao total do ganho obtido com a sua atuação no mercado reputada como irregular (R\$ 551.450,00), acrescido de R\$ 1.648.550,00. Este acréscimo foi praticamente equivalente ao valor da penalidade pecuniária máxima que a CVM poderia impor em situações da espécie.

Além de ter sido objeto de investigação no âmbito da CVM, a Compromitente teve os seus recursos judicialmente bloqueados e figurava como ré em ação civil pública ajuizada pela CVM e pelo MPF em decorrência do possível uso de informação privilegiada. Com a celebração do Termo, pôs-se fim à atuação administrativa da CVM em relação à Compromitente, bem como se encerrou a Ação Civil Pública anteriormente ajuizada.

Com o termo antes mencionado, a CVM sinalizou claramente para o mercado que a sua permanente e ampla coordenação com o MPF na prevenção e no combate aos ilícitos perpetrados no âmbito do mercado de valores mobiliários tem, na solução negociada de procedimentos administrativos ou judiciais, um importante instrumento, não apenas para o desestímulo de práticas ilícitas, mas também para que sejam atingidos, de maneira especialmente célere, eficiente e econômica, todos os objetivos que podem ser alcançados com o trâmite completo dos procedimentos conduzidos pelas duas relevantes instituições públicas.

Além disso, vale mencionar também o trabalho coordenado da CVM com o MPF no já citado “caso Sadia”, o qual contribuiu de forma decisiva para a viabilização da primeira e ricamente fundamentada decisão do Superior Tribunal de Justiça acerca do crime de uso de informação privilegiada e na qual o réu foi condenado à pena de 02 (dois) anos, 06 (seis) meses e 10 (dez) dias de reclusão, em regime aberto, e à pena de multa em R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos).

Outro caso de relevante atuação conjunta da CVM e do MPF foi o que resultou na celebração de Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta proposto por então integrante do bloco de controle de determinada construtora e membro do seu conselho de administração. A fim de extinguir o Processo CVM RJ nº 2009/428 antes mesmo de formulada qualquer acusação e instaurado um processo administrativo sancionador por possível *insider trading*, bem como de evitar a adoção de medidas de natureza civil pela CVM e pelo MPF, o proponente comprometeu-se a pagar R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) ao Fundo de Defesa dos Direitos Difusos e ainda a

94 Mais informações sobre o assunto em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/TERMO%20DE%20COMPROMISSO%20E%20DE%20AJUSTAMENTO0250308.asp>. Acesso em: 24 out. 2011.

não ocupar nenhum cargo de administração ou no conselho fiscal, por três anos, em qualquer entidade que dependa de autorização ou registro na CVM⁹⁵.

Em setembro de 2010, a CVM e o MPF noticiaram a celebração de outro Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta com uma pessoa natural que respondia a processos administrativo e judicial sob acusação de *insider trading* no âmbito do antes referido negócio de aquisição de determinadas empresas do setor petroquímico brasileiro, divulgado publicamente em março de 2007. O Compromitente se obrigou ao pagamento do total do ganho com a sua atuação no mercado reputada irregular (R\$ 120.067,75 mais atualização), acrescido de R\$ 240.135,50, bem como a não operar no mercado por três anos⁹⁶.

A CVM também funcionou como assistente de acusação em outro notório caso de manipulação de mercado e uso de informação privilegiada, conhecido como “caso Mundial”, no qual a Autarquia atuou, desde o princípio, em conjunto com a Polícia Federal, auxiliando-a no cumprimento de medidas de busca e apreensão e no curso do inquérito e, posteriormente, junto ao MPF já no bojo da ação penal ora em andamento perante a 1ª Vara Federal Criminal de Porto Alegre⁹⁷.

Em setembro de 2012, foi firmado outro relevante Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta (para encerramento de procedimentos administrativo e civil público) com então acusados no Processo Administrativo Sancionador (PAS) CVM nº 16/2008 (cujo objeto dizia respeito à apuração de responsabilidades dos administradores da Aracruz Celulose S.A. por possíveis irregularidades relacionadas a operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos e à divulgação de informações pela companhia). Os compromissos aprovados pela CVM e pelo MPF consistiram basicamente no pagamento, como condição para a celebração dos termos, da quantia de R\$ 800.000,00 (oitocentos mil reais) por cada um dos administradores compromitentes, com exceção de um deles, então Diretor-Presidente da companhia, cujo pagamento correspondeu a R\$ 1.200.000,00 (um milhão e duzentos mil reais), destinando-se metade do valor à CVM e metade ao Fundo de Defesa dos Direitos Difusos previsto no art. 13 da Lei nº 7.347/85.

Em fevereiro de 2013, a CVM ajuizou, em conjunto com o MPF, medida cautelar preparatória de ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores da emissora de BDRs (“*Brazilian Depositary Receipts*”) LAEP Investments Ltd. (“LAEP”) e ao mercado de valores mobiliários como um todo, tendo em vista indícios de infrações a normas que regem o mercado de valores mobiliários brasileiro e iminente operação de fusão da LAEP com a sociedade *Prosperity Overseas* (Bermuda) Ltd., noticiada ao mercado por meio de fato relevante publicado no dia 18 de fevereiro

95 Mais informações sobre o assunto em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/NOTATERMOCOMPROMISSOAJUSTAMENTOTENDAFINAL.asp>. Acesso em: 24 out. 2011.

96 Mais informações sobre o termo celebrado em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/CVM%20e%20MPF%20Comunicado.asp>. Acesso em: 24 out. 2011.

97 <http://www.cvm.gov.br/port/infos/MPF%20denuncia%20forma%20de%20quadilha.asp>.

de 2013.

A ação cautelar foi ajuizada contra a LAEP e o seu controlador, tendo sido deferida liminarmente em 6 de março de 2013, pelo Juízo da 5ª Vara Federal Cível da Seção Judiciária de São Paulo: a) a decretação da indisponibilidade dos bens do controlador da LAEP e do afastamento do seu sigilo fiscal; e b) o impedimento de,

“transferência, por qualquer meio ou sob qualquer forma, inclusive em decorrência de reorganizações ou reestruturações societárias, como aquela cuja realização se pretende deliberar no próximo dia 07 de março, direta ou indiretamente, de participações societárias ou por quotas de sociedades e veículos de investimento brasileiros pertencentes, direta ou indiretamente, à LAEP”.

A Ação Civil Pública está em andamento na Justiça Federal, e a liminar deferida em março de 2013 permanece em vigor.

Em setembro de 2013, a CVM informou publicamente que auxiliou a Polícia Federal (PF) na implementação de medidas de busca e apreensão relacionadas com possíveis irregularidades em gestão de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs),⁹⁸ e, no mês de dezembro daquele mesmo ano, o MPF, em estrita coordenação e com a colaboração direta da CVM e da PF, obteve judicialmente a decretação de sequestro de bens e autorização para a deflagração de medidas de busca e apreensão em relação a possíveis envolvidos em ilícitos de manipulação de ações e lavagem de ativos.⁹⁹

Em 2014 e 2015, a CVM continuou aprofundando o seu relacionamento interinstitucional, tendo atuado em coordenação com o MPF em diversos e relevantes casos relacionados aos crimes de uso indevido de informação privilegiada e de manipulação de mercado, os quais já foram objeto de denúncia recebida e em trâmite perante a Justiça Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro,¹⁰⁰ e também no âmbito da notória “Operação Lava-Jato”, que tem ensejado uma também notória e profícua interação entre as instituições, com reuniões, no Brasil e no exterior, e com a utilização de provas emprestadas que têm sido de relevante valia para a instrução dos feitos administrativos sancionadores.

Em setembro de 2016, a CVM, o MPF, a Polícia Federal e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) deflagraram, em ação conjunta, a “Operação Greenfield”, cujo objetivo é a apuração da prática de crimes de gestão temerária e fraudulenta cometidos contra as três maiores entidades fechadas de previdência

98 Conforme disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20130919-1.html>. Acesso em 16/12/2015.

99 Conforme notícia divulgada em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20131219-2.html>. Acesso em 16/12/2015.

100 Por exemplo, a Ação Penal nº 0042650-05.2014.4.02.5101, em trâmite perante a 3ª Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro.

complementar (EFPC) do país, especialmente por meio da utilização indevida de Fundos de Investimentos em Participações (FIP).¹⁰¹ As investigações ainda estão em curso e a CVM permanece prestando auxílio ao MPF no que tange aos participantes do mercado de valores mobiliários e aos aspectos técnicos que lhe são inerentes.

Também em 2016, foi celebrado novo Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta, pela CVM e pelo MPF, para encerramento de procedimentos administrativo (Inquérito Administrativo CVM nº 01/2016 e Processo Administrativo CVM nº 19957.002740/201685) e civil público relacionados à prática, por companhia aberta, de atos de corrupção para a venda de aeronaves no exterior. O caso envolveu também a celebração simultânea de acordos para por fim a procedimentos criminais e administrativos nos Estados Unidos da América (EUA), perante o Department of Justice (DOJ) e a Securities and Exchange Commission (SEC), especialmente relacionados ao descumprimento, pela companhia envolvida, de regras do Foreign Corrupt Practices Act (FCPA).¹⁰²

Pelo acordo celebrado, a companhia pagou ao Fundo de Defesa dos Direitos Difusos a quantia de R\$ 64.000.000,00 (sessenta e quatro milhões de reais), a título de desfazimento do enriquecimento sem causa lícita em que incorreu e de reparação por danos difusos e coletivos, tendo assumido, ainda, relevantes compromissos de permanente colaboração com a CVM e o MPF, inclusive porque o acordo firmado, uma vez celebrado, *“não prejudica o andamento de nenhum processo judicial, processo administrativo ou procedimento investigatório em face de pessoas naturais pelos mesmos fatos que perfazem seu objeto”*.

Em suma, pelo breve e exemplificativo relato acima, constata-se que o *enforcement* realizado pela CVM não se esgota no âmbito dos processos administrativos sancionadores por ela conduzidos. A punição administrativa, com eventual aplicação das penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, constitui apenas uma das formas de atuação da Autarquia reguladora do mercado de capitais brasileiro, que, para dar plena efetividade aos seus mandatos legais, vem aprofundando cada vez mais a sua perspectiva de trabalho interinstitucional e, assim, aprimorando a sua atuação nas esferas civil e penal. Aliás, o novo instituto do acordo administrativo em processo de supervisão, conforme introduzido pela Lei nº 13.506/2018¹⁰³, tende a contribuir, se bem utilizado e em linha com a sua finalidade primordial de instrumento de investigação, para ampliação da coordenação de esforços entre as instituições de controle e de fiscalização, medida que, como se sabe, apresenta-se essencial para a efetividade da luta contra os delitos econômicos e financeiros.

101 Maiores informações em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160905-1.html>. Acesso em 24/03/2017.

102 Maiores informações podem ser obtidas em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20161024-1.html>. Acesso em 24/10/2016.

103 Sobre o tema, escrevi algumas linhas em artigo publicado no portal JOTA: *Novo marco regulatório do regime sancionador do mercado de capitais: Nova chance para a cooperação interinstitucional*. Disponível em <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/novo-marco-regulatorio-do-regime-sancionador-do-mercado-de-capitais-19062018>. Acesso em 05/11/2018.

8 PRINCIPAIS AGENTES DO MERCADO

HENRIQUE LANG

SÓCIO DE PINHEIRO NETO ADVOGADOS DESDE 2000. ATUA NA ÁREA EMPRESARIAL E LIDERA A ÁREA DE MERCADO DE CAPITAIS DO ESCRITÓRIO. POSSUI AMPLA EXPERIÊNCIA REPRESENTANDO COMPANHIAS E BANCOS DE INVESTIMENTO EM TRANSAÇÕES DE DESTAQUE, VÁRIAS DELAS PREMIADAS COMO “DEAL OF THE YEAR” NO BRASIL E NA AMÉRICA LATINA POR “LATIN LAWYER”, “AMERICAN LAWYER” E OUTRAS PUBLICAÇÕES. RECONHECIDO REPETIDAMENTE COMO ADVOGADO LÍDER EM MERCADO DE CAPITAIS E GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL POR “CHAMBERS”, “IFLR”, “THE INTERNATIONAL WHO’S WHO OF LAWYERS”, “THE LEGAL 500”, “PRACTICAL LAW” E OUTRAS PUBLICAÇÕES. ASSOCIADO ESTRANGEIRO DO ESCRITÓRIO DAVIS POLK & WARDWELL LLP EM NOVA YORK (1996). FORMADO EM DIREITO PELA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO (1991).

CAUÊ REZENDE MYANAKI

ASSOCIADO SÊNIOR DE PINHEIRO NETO ADVOGADOS. ATUA NA ÁREA EMPRESARIAL, COM ENFOQUE EM OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES E MERCADO DE CAPITAIS. ASSOCIADO ESTRANGEIRO DO ESCRITÓRIO DAVIS POLK & WARDWELL LLP EM NOVA YORK (2015-2016). MESTRE EM DIREITO (LL.M.) PELA UNIVERSITY OF CHICAGO LAW SCHOOL (2015). ESPECIALISTA EM DIREITO SOCIETÁRIO PELA ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (2010). FORMADO EM DIREITO PELA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO (2007). ADMITIDO NA OABSP (2008) E NA ORDEM DO ESTADO DE NOVA YORK, EUA (2016).

GUSTAVO FERRARI CHAUFFAILLE

ASSOCIADO PLENO DE PINHEIRO NETO ADVOGADOS. ATUA NA ÁREA EMPRESARIAL E NA ÁREA DE MERCADO DE CAPITAIS DO ESCRITÓRIO COM ENFOQUE EM OFERTAS PÚBLICAS, INCLUINDO IPOs, FOLLOW-ONS E TENDER OFFERS. FORMADO EM DIREITO PELA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO (2013). ADMITIDO NA OAB-SP (2013).

8.1. Introdução

O mercado de valores mobiliários é formado por diversos agentes, incluindo emissores, investidores, integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e outros prestadores de serviços.

A Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei nº 6.385/76”), que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), disciplina o sistema de distribuição de valores mobiliários, que compreende: (i) as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir valores mobiliários: (a) como agentes da companhia emissora; ou (b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; (ii) as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; (iii) as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; (iv) as bolsas de valores; (v) entidades de mercado de balcão organizado; (vi) as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as bolsas de mercadorias e futuros; e (vii) as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

A Lei nº 6.385/76 dispõe ainda, em seus demais artigos, outros agentes participantes do mercado de valores mobiliários, tais como companhias abertas, administradores de carteiras, custodiantes de valores mobiliários, auditores independentes, consultores e analistas de valores mobiliários.

Como “xerife” do mercado de valores mobiliários, a CVM é uma autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, bem como autonomia financeira e orçamentária. Suas principais atribuições são fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, podendo instaurar e julgar processos administrativos sancionadores e impor penalidades aos infratores da Lei nº 6.385/76 e da lei de sociedades por ações.

Além da CVM, o Conselho Monetário Nacional (CMN), com funções normativas, e o Banco Central do Brasil, com função essencialmente de supervisão, exercem papel crucial na regulamentação e fiscalização de alguns dos agentes do mercado de valores mobiliários. Por exemplo, as instituições financeiras, incluindo bancos, corretoras e distribuidores de valores mobiliários, embora atuem no mercado de capitais e estejam sob supervisão da CVM, estão sujeitas à regulamentação do CMN e são autorizadas a funcionar e fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil.

Apresentamos neste capítulo uma visão geral dos principais agentes participantes do

mercado de valores mobiliários:

- Emissores de Valores Mobiliários;
- Investidores;
- Entidades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários;
- Mercados Regulamentados de Valores Mobiliários;
- Câmaras de Compensação e Liquidação, Depositários Centrais, Custodiantes e Escriutores de Valores Mobiliários;
- Administradores de Carteiras de Valores Mobiliários;
- Analistas de Valores Mobiliários;
- Consultores de Valores Mobiliários;
- Agentes Autônomos de Investimentos;
- Agentes Fiduciários;
- Auditores Independentes;
- Agências de Classificação de Risco de Crédito;

8.2. Emissores de valores mobiliários

Emissores de valores mobiliários são as entidades que emitem valores mobiliários no mercado. Os emissores de valores mobiliários mais comuns são as companhias abertas e os fundos de investimento.

Emissões de valores mobiliários podem ser públicas ou privadas. Emissões privadas não requerem registro na CVM para sua realização.

Por outro lado, em regra, caso se deseje fazer uma distribuição pública de valores mobiliários de determinado emissor, tanto o emissor quanto a emissão em si dependerão de registro prévio na CVM, conforme previsto nos artigos 19 e 21 da Lei nº 6.385/76. Além disso, a distribuição pública deverá ser realizada por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, conforme o artigo 15 da Lei nº 6.385/76.

8.2.1. Companhias Abertas

Companhia aberta é uma sociedade por ações (S.A.) que, mediante a obtenção do registro perante a CVM, está autorizada a ter seus valores mobiliários negociados publicamente, tanto em bolsas de valores quanto no mercado de balcão, organizado ou não. O processo de registro inicial de companhia aberta é disciplinado basicamente pela Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 ([“Instrução CVM nº 480”](#)).

A Instrução CVM nº 480 prevê duas categorias de companhias abertas: Categoria A e Categoria B. O registro na Categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários da companhia em mercados regulamentados de valores mobiliários. O

registro na Categoria B, embora também autorize a negociação de valores mobiliários da companhia emissora em mercados regulamentados de valores mobiliários, excetua os seguintes valores mobiliários: (i) ações e certificados de depósito de ações; e (ii) valores mobiliários que confiram ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários mencionados no item “i”, como consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pela própria companhia emissora dos valores mobiliários referidos no item “i” ou por uma sociedade pertencente ao grupo da referida companhia emissora.

As companhias abertas devem cumprir com diversas regras de divulgação de informações periódicas e eventuais. Como exemplo, o formulário de referência, exigido nos termos da Instrução CVM nº 480, é um documento que contém informações detalhadas sobre a companhia e deve ser atualizado por completo uma vez por ano e, ainda, dentro de 7 (sete) dias úteis da ocorrência de determinados eventos (por exemplo, alterações do capital social e eleição de administradores). Em relação às informações eventuais, podem ser citados os fatos relevantes, cuja divulgação é regulada pela Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002.

8.2.2. Fundos de Investimento

A Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 (“Instrução CVM nº 555”) define fundo de investimento como uma comunhão de recursos destinados à aplicação em ativos financeiros, cujo funcionamento depende do prévio registro na CVM.

O fundo de investimento não possui personalidade jurídica e pode ser organizado sob a forma de condomínio aberto ou fechado. O seu patrimônio se divide em cotas.

Um fundo organizado sob a forma de condomínio aberto permite aos cotistas solicitar o resgate de suas cotas durante o prazo de duração do fundo. Já os fundos de condomínio fechado somente permitem o resgate no seu término.

As regras específicas de funcionamento de cada fundo estão contidas no seu regulamento, que dispõe, dentre outros assuntos, quem será o seu administrador, gestor (se aplicável) e custodiante, espécie de fundo (aberto ou fechado), prazo de duração, política de investimento, regras de governança, reuniões de quotistas, taxas e despesas.

Existem ainda diversos tipos de fundo de investimento, previstos em outras regras da CVM, com finalidades e regras específicas. Dentre estes, podemos citar o Fundo de Renda Fixa; Fundo de Ações; Fundo Multimercado, o Fundo Cambial, o FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, o FIP – Fundo de Investimento em Participações, o FII – Fundo de Investimento Imobiliário.

Embora os fundos de investimento possuam obrigatoriamente um administrador, tal figura não necessariamente corresponde à do gestor, que é responsável pela atividade de gestão da carteira de valores mobiliários do fundo.

Para maiores informações sobre fundos de investimento, consulte o capítulo específico sobre Fundos de Investimento.

8.3. Investidores

Os investidores são as pessoas, físicas ou jurídicas ou organizadas sob outras formas (por exemplo, os fundos de investimentos), que acessam o mercado para negociar valores mobiliários de emissores, por meio das entidades integrantes do sistema de distribuição ou privadamente. Salvo exceções, tanto investidores locais como estrangeiros podem acessar o sistema de distribuição brasileiro.

Uma mesma pessoa pode assumir o papel de investidor e emissor. Por exemplo, um fundo de investimentos pode emitir cotas para captar investimentos (emissor), e utilizar os recursos captados para fazer investimentos no mercado (investidor).

A CVM, tem como um dos seus principais mandatos legais a proteção dos investidores. Para tanto, estabelece na Instrução CVM nº 539, de 13 de dezembro de 2013 (“Instrução CVM nº 539”), o dever de se efetuar a verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, conhecido como *suitability*. Desta forma, as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem a adequação de tais operações ao perfil do cliente.

Para atingir este objetivo, a Instrução CVM nº 539 criou os conceitos de investidor profissional e investidor qualificado.

São considerados investidores profissionais: (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões e que atestem por escrito sua condição de investidor profissional; (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento (cuja carteira seja gerida por administrador de carteira autorizado pela CVM); (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (viii) investidores não residentes.

Por sua vez, os investidores qualificados são: (i) investidores profissionais; (ii) pessoas

naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 milhão e que atestem por escrito sua condição de investidor qualificado; (iii) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e (iv) clubes de investimento (cuja carteira seja gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados).

Com base nessa classificação, a regulação da CVM limita o acesso de investidores não qualificados, ou investidores de varejo, a investimentos de maior risco. Por outro lado, dispensa a verificação da adequação do produto, serviço ou operação para aqueles investidores que se qualificarem como profissionais ou qualificados.

Com relação aos investidores não residentes no Brasil, ou seja, estrangeiros, o investimento no mercado financeiro e de capitais pode ser feito basicamente por duas modalidades, o investimento em portfólio, disciplinado pela Resolução CMN nº 4.373, de 29 de setembro de 2014 (mais comum para investimentos em bolsa), ou o investimento estrangeiro direto (IED), disciplinado pela Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962. Cada modalidade de investimento está sujeita a regras diversas, inclusive de tributação.

8.4. Entidades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários

A distribuição (também chamada de colocação) de valores mobiliários somente pode ser feita no mercado por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários (artigo 19, § 4º, da Lei nº 6.385/76).

A distribuição pública de valores mobiliários é o conjunto de atos que resultam na colocação de valores mobiliários no mercado, mediante a aproximação daqueles que querem receber recursos (emissores ou detentores de valores mobiliários, caso se trate de uma emissão primária ou secundária, respectivamente) e daqueles que querem investir seus recursos (investidores), por meio de uma instituição intermediária autorizada a desempenhar esse papel.

Nos termos do artigo 2º da Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011, “a intermediação de operações em mercados regulamentados de valores mobiliários é privativa de instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários”, sendo tais instituições chamadas de intermediárias.

Em outras palavras, para que um emissor possa acessar a poupança popular e obter recursos através do mercado de capitais para financiar suas atividades, tal emissor precisará, salvo determinadas exceções, que uma instituição autorizada a desempenhar esse papel faça a distribuição dos valores mobiliários a serem ofertados.

A competência para autorizar o funcionamento, manter o registro e fiscalizar as operações das sociedades e firmas individuais que subscrevem para revenda e distribuem títulos ou valores mobiliários é do Banco Central do Brasil, nos termos do artigo 2º da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965.

Seguem abaixo as principais entidades envolvidas na distribuição de valores mobiliários.

8.4.1. Bancos de Investimento

Nos termos da Resolução CMN nº 2.624, de 29 de julho de 1999, os bancos de investimento são instituições financeiras de natureza privada, com enfoque em operações de participação societária de caráter temporário, de financiamento da atividade produtiva para suprimento de capital fixo e de giro e de administração de recursos de terceiros.

Além do mencionado acima, os bancos de investimentos também possuem a prerrogativa de: (i) praticar operações de compra e venda, por conta própria ou de terceiros, de metais preciosos, no mercado físico, e de quaisquer títulos e valores mobiliários, nos mercados financeiros e de capitais; (ii) operar em bolsas de mercadorias e de futuros, bem como em mercados de balcão organizados, por conta própria e de terceiros; (iii) participar do processo de emissão, subscrição para revenda e distribuição de títulos e valores mobiliários; (v) operar em câmbio.

Os bancos de investimento desempenham um importante papel na distribuição de valores mobiliários, a chamada intermediação. Os bancos de investimento fazem o elo entre os emissores, que normalmente não têm o conhecimento ou a expertise para distribuir seus valores mobiliários, e os investidores. Os bancos de investimento auxiliam o emissor a montar o plano de negócios, preparar os materiais de venda e apresentações, organizam reuniões com analistas e potenciais investidores e ajudam nos demais passos da oferta pública, incluindo a colocação dos valores mobiliários.

Vale ressaltar que, nos termos do art. 56, § 1º, da Instrução CVM nº 400, a instituição líder de uma distribuição pública (em uma distribuição pública de valores mobiliários pode haver uma única instituição intermediária ou mais de uma, formando um sindicato) deve tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar a correção, consistência e suficiência das informações prestadas pelo

ofertante e das informações fornecidas ao mercado durante a distribuição e que venham a integrar o prospecto. A instituição líder poderá ser responsabilizada pela falta de diligência ou omissão no cumprimento de tais deveres.

8.4.2. Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários

A sociedade corretora de valores mobiliários (“CTVM”) é uma instituição financeira cuja constituição e funcionamento depende de autorização prévia do Banco Central, autorizada a, dentre outras atividades: (i) operar em bolsa de valores, (ii) subscrever, emissões de títulos e valores mobiliários para revenda; (iii) intermediar oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado; (iv) comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros; (v) administração de carteiras e custódia de títulos e valores mobiliários; (vi) exercer funções de agente fiduciário; (vii) instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento.

A corretagem de valores mobiliários está prevista na Lei nº 4.728/65 e na Lei nº 6.385/76. A regulamentação da atividade, por sua vez, está contida principalmente na Resolução CMN nº 1.655, de 26 de outubro de 1989, e na Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011 (“Instrução CVM nº 505”).

A sociedade distribuidora de valores mobiliários (“DTVM”) também é uma instituição financeira, cuja constituição e funcionamento depende de autorização prévia do Banco Central.

Após a entrada em vigor da Decisão-Conjunta BACEN/CVM nº 17, de 4 de março de 2009, que autorizou as DTVMs a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores, atualmente as DTVMs e CTVMs exercem praticamente as mesmas funções.

A distribuição de valores mobiliários também está prevista na Lei nº 4.728/65 e na Lei nº 6.385/76. A regulamentação da atividade, por sua vez, está contida principalmente na Resolução CMN nº 1.120, de 04 de abril de 1986, conforme alterada, e na Instrução CVM nº 505. A CTVM pode ser uma sociedade por ações ou uma sociedade limitada.

Os bancos de investimento, CTVMs e DTVMs exercem um papel essencial no sistema de distribuição de valores mobiliários ao fazer a ponte entre o investidor e o emissor de um valor mobiliário.

Por exemplo, para que um investidor possa realizar operações em bolsa, ele precisa primeiro abrir uma conta em uma entidade autorizada a intermediar essas operações (tal como uma corretora). A entidade, por sua vez, dispõe da infraestrutura e sistemas adequados para receber ordens de investimento e executá-las em bolsa conforme a instrução do seu cliente.

Outro exemplo é o papel destas instituições na coordenação do processo de emissão, coleta e alocação das intenções de investimento dos investidores interessados em investir nas ofertas públicas de valores mobiliários.

8.5. Mercados Regulamentados de Valores Mobiliários

Nos termos da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007 (“Instrução CVM nº 461”), os mercados regulamentados de valores mobiliários compreendem: (i) os mercados organizados de bolsa e balcão; e (ii) os mercados de balcão não organizados.

8.5.1. Mercados Organizados: Bolsa e Balcão

De acordo com o artigo 3º da Instrução CVM nº 461, um mercado organizado de valores mobiliários é “o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros.”

Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado.

Para classificar um mercado organizado como sendo de bolsa ou de balcão, o artigo 5º da Instrução CVM nº 461 elenca os seguintes critérios: (i) existência de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente; (ii) regras adotadas em seus ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços; (iii) possibilidade de atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário; (iv) possibilidade de diferimento da divulgação de informações sobre as operações realizadas; (v) volume operado em seus ambientes e sistemas; e (vi) público investidor visado pelo mercado.

Nos termos do parágrafo único de tal artigo 5º, as características mencionadas nos itens “i”, “iii” e “iv” acima somente são admitidas por mercados de balcão organizado que operem por meio de registro de operações previamente realizadas, sem a participação direta de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, desde que, nos termos previstos no regulamento, a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado, ou seja, realizada diretamente entre as partes da operação, e, por fim, a entidade administradora do mercado de balcão organizado torne disponíveis informações sobre cada negócio realizado, incluindo preço, quantidade e horário.

Quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de

preços dos ativos negociados em ambos os mercados de bolsa e de balcão organizado deverá se dar por meio da interação de ofertas, em que se dá preferência à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação previstos em regulamento do mercado de bolsa ou balcão organizado.

Em ambos os mercados de bolsa e de balcão organizado, o ambiente ou sistema de negociação deve possuir características, procedimentos e regras de negociação, previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, constantemente: (i) a regular, adequada e eficiente formação de preços; e (ii) a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas.

Adicionalmente, no mercado de bolsa, o ambiente ou sistema de negociação deve possuir características, procedimentos e regras de negociação, previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, constantemente, a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo ativos ali negociados.

As regras de negociação da bolsa e do sistema de negociação do mercado de balcão organizado devem: (i) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados em seus ambientes; (ii) assegurar igualdade de tratamento às pessoas autorizadas a operar em seus ambientes, observadas as distinções entre categorias que venham a ser estipuladas em seu estatuto e regulamento; e (iii) evitar ou coibir práticas não equitativas em seus ambientes.

Ainda, regras de negociação da bolsa devem fixar as variações de preços e quantidades ofertadas, em seu ambiente de negociação que for caracterizado como centralizado e multilateral, que exigem a adoção de procedimentos especiais de negociação, bem como os procedimentos operacionais necessários para quando tais variações forem alcançadas, respeitadas as condições mínimas que forem estabelecidas pela CVM em regulamentação específica.

Os mercados organizados (bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e mercados de balcão organizado) devem ser estruturados, mantidos e fiscalizados por entidade administradora autorizada para tanto pela CVM. As entidades administradoras de mercados organizados devem ser constituídas como associação ou sociedade anônima.

Fica a cargo da entidade administradora de mercado organizado a aprovação das regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados, contendo, no mínimo: (i) condições para admissão e permanência como pessoa autorizada a operar; (ii) procedimento de admissão, suspensão e exclusão das pessoas autorizadas a operar; (iii) definição das classes, direitos e responsabilidades das pessoas autorizadas a operar; (iv) definição das operações permitidas, assim como as estruturas de fiscalização dos negócios realizados; (v) condições para admissão à negociação e manutenção da

autorização à negociação de valores mobiliários, bem como as hipóteses de suspensão e cancelamento da autorização para negociação; e (vi) criação e funcionamento de departamento de autorregulação.

A principal entidade administradora de mercados organizados no Brasil é a B3, que engloba tanto os mercados de ações, mercadorias e futuros como os mercados de ativos e renda fixa, resultante da combinação dos negócios da BM&FBOVESPA e da CETIP.

8.5.2. Mercados de Bolsa

Nos termos do artigo 65 da Instrução CVM nº 461, consideram-se mercados de bolsa aqueles que: (i) funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; ou (ii) permitem a execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda, desde que respeitadas determinadas condições.

Um sistema centralizado e multilateral é aquele em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, podendo qualquer parte autorizada negociar no sistema, interferir e aceitar a oferta.

Um mercado de bolsa deve conter regras de negociação claras e previamente estabelecidas, além de sistemas de controle de risco e mecanismos de ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão das pessoas autorizadas a operar no mercado de bolsa.

A B3 é o principal exemplo de um mercado de bolsa no Brasil. Usando como exemplo o mercado de ações, a B3 opera um sistema centralizado, no qual compradores e vendedores inserem no sistema ofertas de compra ou venda, e, quando há uma correspondência entre os preços de compra e venda, a operação é fechada.

8.5.3. Mercados de Balcão Organizado

Os mercados de balcão organizado podem operar de duas formas: (i) da mesma forma prevista para os mercados de bolsa, conforme descrita acima; ou (ii) por meio do registro de operações previamente realizadas.

A negociação ou o registro de operações previamente realizadas pode ocorrer sem a participação direta de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, desde que a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado, ou, alternativamente, seja realizada diretamente entre as partes da operação.

Como na segunda forma o registro da operação é feito apenas após a sua realização, a divulgação das suas características ocorre apenas quando a operação já está concluída, diferentemente dos mercados de bolsa, em que a divulgação é imediata (com no máximo 15 minutos de atraso).

Em outras palavras, no mercado de balcão organizado, as negociações não dependem da participação de um intermediário do sistema de distribuição (e.g. CTVMs e DTVMs), desde que (i) a administradora do mercado de balcão assegure a liquidação da operação, ou (ii) as próprias contrapartes da operação a liquidem diretamente entre si.

Como exemplo de mercado de balcão organizado pode ser citada a SOMA (Sociedade Operadora de Mercado de Ativos).

8.5.4. Mercados de Balcão Não Organizado

O mercado de balcão não organizado é definido por exclusão. Nesse sentido, de acordo com o artigo 4º da Instrução CVM nº 461, considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição, mas sem que o negócio seja realizado ou registrado em um mercado organizado, conforme já definido acima.

8.6. Câmaras de Compensação e Liquidação, Depositários Centrais, Custodiantes e Escrituradores de Valores Mobiliários

8.6.1. Câmaras de Compensação e Liquidação

Nos termos do artigo 2º da Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001 (“Lei nº 10.214/2001”), o sistema de pagamentos brasileiro compreende as entidades, os sistemas e os procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, ou com o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas.

O objetivo da criação do sistema de pagamentos brasileiro foi o de garantir a entrega de determinado ativo contra o respectivo pagamento, conferindo segurança a operações financeiras e de investimento.

No âmbito do mercado de capitais, o principal papel do sistema de pagamentos

brasileiros é garantir a compensação e liquidação das operações envolvendo títulos e valores mobiliários.

A câmara de liquidação e custódia mais conhecida no mercado de valores mobiliários é a Central Depositária da B3, que antigamente operava sob o nome de Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC).

Conforme o artigo 4º da Lei nº 10.214/2001, nos sistemas de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários em que o volume e a natureza dos negócios, a critério do Banco Central do Brasil, forem capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumirão, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviços.

Isso significa que, em um sistema de compensação e liquidação considerado pelo Banco Central do Brasil como sistemicamente importante, a entidade operadora do sistema deve figurar como contraparte em todas as transações, ou seja, como compradora para os vendedores e vendedora para compradores. Nesse sentido, a título exemplificativo, a B3 aparece como contraparte em todas as transações realizadas em sua bolsa de valores, isto é, ela figura como compradora de todas as ordens de venda e como vendedora em todas as ordens de compra.

Os sistemas de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários devem contar ainda com mecanismos e salvaguardas que permitam às câmaras e aos prestadores de serviços de compensação e de liquidação assegurar a certeza da liquidação das operações neles compensadas e liquidadas.

Em razão da importância do sistema de pagamentos brasileiro, os regimes de insolvência civil, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a que seja submetido qualquer participante (nesse caso, um sistema de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários), não afetarão o adimplemento de suas obrigações, assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, que serão ultimadas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos.

A título ilustrativo, quando um investidor transfere recursos à sua corretora e dá uma ordem de investimento em determinados valores mobiliários, a B3, através de seus sistemas, garantirá que os recursos do investidor cheguem à contraparte na operação, e que o investidor receba eletronicamente o título que comprova o seu investimento.

8.6.2. Depositários Centrais, Custodiantes e Escrituradores de Valores Mobiliários

As atividades de depositário central, custodiante e escriturador de valores mobiliários foram reguladas por meio da edição, em 20 de dezembro de 2013, das Instruções CVM nº 541 (“Instrução CVM nº 541”), nº 542 (“Instrução CVM nº 542”) e nº 543 (“Instrução CVM nº 543”).

Conforme comunicado da CVM, essas normas (e as atividades nelas reguladas) têm por finalidade assegurar que “os valores mobiliários negociados no mercado brasileiro – e seus respectivos lastros – de fato existem, que eles se encontram disponíveis para negociação e que, uma vez adquiridos, eles pertençam ao investidor que os tenha adquirido”, mediante o estabelecimento de “uma cadeia de obrigações e de responsabilidades que envolve os escrituradores, os custodiantes e os depositários centrais”¹.

8.6.3. Depositário Central

A Instrução CVM nº 541 trata das atividades de depósito centralizado de valores mobiliários que compreende: (i) a guarda dos valores mobiliários pelo depositário central; (ii) o controle de titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito mantidas em nome dos investidores; (iii) a imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários, pelo investidor final ou por qualquer terceiro, fora do ambiente do depositário central; e (iv) o tratamento das instruções de movimentação e dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários depositados, com os correspondentes registros nas contas de depósito.

O depósito centralizado se constitui com a transferência da titularidade fiduciária do valor mobiliário, sendo que tais valores mobiliários não integram o patrimônio geral ou patrimônios especiais eventualmente detidos pelo depositário central e devem permanecer registrados em conta de depósito em nome do investidor.

Assim, o depósito centralizado procura garantir que determinado valor mobiliário esteja bloqueado (imobilizado) e efetivamente detido por determinado ente, por meio da aquisição da propriedade fiduciária do valor mobiliário pela instituição financeira depositária.

A representação e movimentação de valores mobiliários depositados nas contas de depósito centralizado são feitas sob a forma de registros escriturais efetuados nas referidas contas.

Nesse sentido, um valor mobiliário é criado e fica registrado em um custodiante ou em

¹ Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/noticias/Noticia201213-3.html>

um escriturador e, em um segundo momento, a propriedade fiduciária é transferida para o depositário central que, por sua vez, registra as transferências de titularidade em caso de negociação de tal valor mobiliário. O intuito de transferir a propriedade fiduciária do valor mobiliário para o depositário central é, como mencionado acima, garantir que o valor mobiliário existe, está bloqueado e apto para ser negociado.

Salvo na distribuição pública de determinados valores mobiliários², conforme listados no parágrafo único, do art. 3º da Instrução CVM nº 541, o depósito centralizado é condição: (i) para a distribuição pública de valores mobiliários; e (ii) para a negociação de valores mobiliários em mercados organizados de valores mobiliários.

Os participantes do depósito central são (i) os custodiantes; (ii) os escrituradores; e (iii) os sistemas de negociação, sistemas de compensação e liquidação de operações e outros depositários centrais com os quais o depositário central mantenha vínculo contratual.

Para que atue como depositária central, uma entidade deve ser uma pessoa jurídica autorizada pela CVM, constituída sob a forma de sociedade por ações ou de associação, que demonstre dispor de condições financeiras, técnicas e operacionais, bem como de controles internos e segregação de atividades adequados e suficientes ao cumprimento das obrigações estabelecidas na Instrução CVM nº 541.

O registro de ônus e gravames sobre valores mobiliários depositados em depósito centralizado, seja em decorrência de constrição judicial, constituição de garantias ou processo de liquidação em câmaras ou prestadores de serviços de compensação e liquidação, deve ser feito por meio de registro nas correspondentes contas de depósito.

8.6.4. Custodiante

A Instrução CVM nº 542 trata das atividades de custódia de valores mobiliários, que também somente podem ser prestadas por pessoas devidamente autorizadas pela CVM, cabendo à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI – o recebimento e análise dos pedidos de registro, dentre os bancos comerciais, múltiplos ou de investimentos, caixas econômicas, sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, e entidades prestadoras de serviços de compensação e liquidação e de depósito centralizado de valores mobiliários.

O custodiante é contratado para a guarda dos valores mobiliários de titularidade de investidores, visando: (i) à conservação, ao controle e à conciliação das posições de valores mobiliários em contas de custódia mantidas em nome do investidor; (ii) ao

² (i) cotas de fundos de investimento abertos; (ii) cotas de fundos de investimento fechados não admitidos à negociação em mercado secundário; (iii) certificados de operações estruturadas - COE não admitidos à negociação em sistema centralizado e multilateral mantido por entidade administradora de mercado organizado; e (iv) valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte distribuídos com dispensa de registro de oferta pública por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, de acordo com regulamentação específica.

tratamento das instruções de movimentação recebidas dos investidores ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; e (iii) ao tratamento dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários custodiados.

Além disso, os serviços de custódia são prestados para emissores de valores mobiliários não escriturais, visando (i) à guarda física dos valores mobiliários não escriturais; e (ii) à realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação aos valores mobiliários do regime de depósito centralizado.

Portanto, o custodiante é responsável pela guarda dos valores mobiliários emitidos fisicamente e tem também o papel de representar o investidor perante as centrais depositárias (nas quais o investidor possui valores mobiliários registrados). A título exemplificativo, as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários são agentes de custódia. Quando há uma negociação de valor mobiliário entre investidores, sua titularidade é atualizada nos registros do depositário central.

A prestação de serviço de custódia deve ser objeto de contrato específico, celebrado entre o investidor ou o emissor, conforme o caso, e o custodiante, contendo, no mínimo, informações acerca: (i) no caso de prestação de serviços para investidores, do procedimento de transmissão de ordens entre o investidor e o custodiante; (ii) do procedimento de guarda física de valores mobiliários, quando aplicável; (iii) da possibilidade de contratação de terceiros; e (iv) da descrição dos riscos inerentes aos serviços de custódia.

Os valores mobiliários de titularidade dos investidores devem ser mantidos em contas de custódia individualizadas em nome destes, segregadas de outras contas e de posições de titularidade do custodiante.

8.6.5. Escriturador

A Instrução CVM nº 543 trata das atividades de escrituração de valores mobiliários, que só podem ser prestadas por instituições financeiras autorizadas pela CVM para tanto, cabendo à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI – o recebimento e análise dos pedidos de registro.

A prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários compreende: (i) a abertura e manutenção, em sistemas informatizados, de livros de registro; (ii) o registro das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários, assim como de direitos reais de fruição ou de garantia e de outros gravames incidentes sobre os valores mobiliários; (iii) o tratamento das instruções de movimentação recebidas do titular do valor mobiliário ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; (iv) a realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação aos valores mobiliários, quando for o caso, do regime de depósito centralizado; e (v) o

tratamento de eventos incidentes sobre os valores mobiliários.

O escriturador tem a responsabilidade de manter os registros sobre os valores mobiliários escriturais. Por exemplo, o escriturador de ações registradas em sistema escritural possui todo o controle de quem são os proprietários das ações, o registro das movimentações, a constituição de ônus e gravames sobre o valor mobiliário escriturado e obrigações decorrentes de acordos, entre outras informações.

Os registros na conta de valores mobiliários realizados pelo escriturador podem ser motivados por: (i) ordem do titular do valor mobiliário ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; (ii) ordem judicial; (iii) ato ou evento societário com efeitos equivalentes promovidos pelo emissor ou responsável legal; ou (iv) instrução de depositário central.

A prestação de serviços de escrituração pode ser realizada com ou sem emissão de certificados de valores mobiliários. Caso tenha emissão de certificados, a prestação de serviços abrangerá: (i) a emissão, alteração, substituição e cancelamento de certificados representativos dos valores mobiliários recebidos em depósito; e (ii) o controle e confirmação da origem e legitimidade dos certificados de valores mobiliários.

O contrato que dispõe sobre a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários celebrado entre o emissor do valor mobiliário e o escriturador deve dispor, no mínimo, sobre: (i) a exigência de que somente o escriturador pode praticar os atos de escrituração dos valores mobiliários objeto do contrato; (ii) as regras aplicáveis ao atendimento dos titulares dos valores mobiliários; (iii) a descrição dos procedimentos operacionais que disponham sobre obrigações, deveres e responsabilidades do escriturador e do contratante; e (iv) a confidencialidade das informações.

Cada titular de valor mobiliário possui uma conta de valores mobiliários individualizada, na qual, durante o período de vigência do contrato de escrituração de valores mobiliários, as informações relativas à titularidade dos valores mobiliários devem ser inseridas.

Para que uma ação possa ser negociada em bolsa de valores, ela deve sair do sistema escritural, ser transferida para uma conta de custódia em uma corretora de valores (passando a estar sob a custódia da corretora de valores) e a corretora de valores fará a interação com a bolsa de valores para dar as ordens de compra e/ou venda.

8.7. Administradores de Carteiras de Valores Mobiliários

A atividade de administração de carteiras de valores mobiliários de terceiros está prevista nos artigos 1º, inciso VI, e 23 da Lei nº 6.385/76. A regulamentação da atividade, por sua vez, está contida na Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015 (“Instrução CVM nº 558”).

De acordo com o artigo 1º da Instrução CVM nº 558, “a administração de carteiras de valores mobiliários é o exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor”.

O administrador de carteiras pode se registrar em uma ou ambas as categorias de: (i) administrador fiduciário; e/ou (ii) gestor de recursos.

8.7.1. Administrador Fiduciário

O administrador fiduciário exerce as atividades relativas ao funcionamento e manutenção da uma carteira de valores mobiliários, consistindo principalmente na custódia e controladoria de ativos, conforme tratados nos itens “Custodiante” e “Escrutador” abaixo.

O registro na categoria de administrador fiduciário está restrito a: (i) instituições financeiras e outras entidades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii) pessoa jurídica que apresente continuamente, nas rubricas contábeis de patrimônio líquido ou disponibilidades, valores equivalentes a pelo menos 0,20% dos recursos financeiros sob a sua administração, ou pelo menos R\$550.000,00; ou (iii) pessoa jurídica que exerça as atividades de administrador fiduciário, exclusivamente em fundos de investimento em participação (FIPs) ou outras modalidades de fundos.

O administrador fiduciário, a não ser que obtenha também o registro de gestor de recursos, não poderá prestar os serviços de “aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor” previstos no caput do artigo 1º acima mencionado.

O exercício das atividades de custódia e controladoria de ativos deve ser totalmente segregado das atividades de gestão de recursos, ainda que prestado pela mesma instituição autorizada.

8.7.2. Gestor de Recursos

O registro na categoria de gestor de recursos autoriza o administrador a: (i) gerir uma carteira de valores mobiliários e a aplicar recursos financeiros no mercado por conta do investidor; e (ii) prestar serviços de consultoria de valores mobiliários.

O gestor de recursos é a pessoa física ou jurídica devidamente qualificada e autorizada pela CVM para gerir os recursos de terceiros, tomando decisões de investimento em nome do cliente com discricionariedade dentro da política de investimentos previamente adotada.

Por exemplo, se a política de investimentos determinar que o gestor poderá investir apenas em companhias abertas do setor de serviços, o gestor poderá selecionar os melhores investimentos dentro desses parâmetros, mas não poderá investir em ações, debêntures ou derivativos de empresas de outros setores.

Em razão da discricionariedade conferida ao gestor de recursos para, dentro da política de investimentos, investir com discricionariedade os recursos dos clientes, a relação entre o cliente/investidor e o gestor possui característica fiduciária, ou seja, de confiança. Por conta disso, a CVM estabelece uma regulamentação bastante estrita para o exercício desta atividade, de modo a proteger os investidores, como se verá nos itens abaixo.

O serviço de administração de carteiras de valores mobiliários pode ser prestado tanto para clientes pessoa física ou jurídica como para fundos de investimento.

O gestor de recursos poderá também exercer as atividades de administrador fiduciário sem a necessidade de registro específico nesta categoria, desde que (i) exerça tais atividades apenas em relação às carteiras sob sua gestão e (ii) cumpra com as normas aplicáveis ao administrador fiduciário no exercício de tais atividades.

8.7.3. Registro; Requisitos

O administrador de carteira pode ser pessoa natural ou jurídica. Como já informado anteriormente, a categoria de administrador fiduciário somente pode ser exercida por pessoa jurídica.

A pessoa natural que desejar obter este registro deve cumprir uma série de requisitos, dentre os quais: (i) ser domiciliado no Brasil; (ii) ser graduado em curso superior; (iii) ter sido aprovado em exame de certificação com metodologia e conteúdo previamente aprovados pela CVM; (iv) ter reputação ilibada, dentre outros.

Excepcionalmente, os requisitos dos itens (ii) e (iii) acima poderão ser dispensados pela

CVM, caso o requerente possua comprovada experiência profissional de, no mínimo, sete anos em atividades diretamente relacionadas à gestão de carteiras, ou notório saber e elevada qualificação em área de conhecimento que o habilite ao exercício da atividade. Como se pode ver, a CVM estabelece requisitos bastante elevados para a obtenção desse registro.

O diretor responsável pela administração de carteiras não pode ser responsável por nenhuma outra atividade no mercado de capitais, em qualquer instituição, exceto por consultoria de valores mobiliários. Tal restrição permite não só que o gestor se dedique essencialmente às atividades de gestão de carteiras, mas também busca prevenir que o gestor se veja em situações de conflito de interesses.

Vale mencionar que a ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - criou um código de autorregulação estabelecendo princípios e regras que deverão ser observados pelas instituições participantes em adição àqueles já exigidos pela regulamentação aplicável.

Embora a adesão pelos administradores de carteiras ao código da ANBIMA não seja obrigatória por lei, em muitos casos ela é exigida pelos agentes do mercado para contratar com um administrador de carteiras. Por exemplo, caso o administrador de carteira queira prestar serviços de gestão de recursos para fundos de investimento, o administrador deste fundo que for associado ANBIMA poderá exigir a adesão do administrador de carteira ao código da ANBIMA.

8.7.4. Prestação de Informações

O administrador de carteiras deve divulgar informações de forma verdadeira, completa, consistente e que não induza o investidor a erro, e em linguagem simples, clara, objetiva e concisa. As informações fornecidas não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor.

O administrador de carteiras deve preparar e entregar à CVM um formulário de referência contendo diversas informações, incluindo perfil dos clientes, valor dos recursos sob gestão de acordo com o tipo (ações, debêntures, cotas etc.), estrutura operacional, remuneração das atividades, regras e controles internos etc.

8.7.5. Regras de Conduta

Conforme já mencionado acima, o gestor possui um dever fiduciário perante o cliente de gerir os recursos no melhor interesse do cliente.

Dessa forma, a Instrução CVM nº 558 determina que o administrador de carteiras deverá exercer suas atividades com boa-fé, transparência, diligência e lealdade em

relação aos seus clientes. Deve ainda desempenhar suas atribuições de modo a buscar atender aos objetivos de investimento dos clientes e evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária com os clientes.

O administrador de carteira deverá também cumprir fielmente o regulamento do fundo de investimento sob sua gestão ou o contrato firmado com o cliente, que deverá incluir a política de investimentos a ser adotada, a descrição da remuneração pelos serviços e os riscos inerentes às operações que poderão ser realizadas, dentre outros.

O administrador deverá transferir à carteira qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em razão da sua condição de administrador, bem como deverá estabelecer política de negociação envolvendo valores mobiliários por parte dos seus administradores, empregados, colaboradores, etc.

O administrador de carteira deverá informar à CVM sobre qualquer indício de violação das normas aplicáveis.

8.7.6. Vedações

Além das normas de conduta, a regulamentação estabelece ainda diversas vedações à atuação dos administradores de carteira.

Dentre essas vedações, a regulamentação prevê que o administrador de carteira não poderá atuar, direta ou indiretamente, como contraparte em negócios com carteiras que administre, salvo se autorizado pelo cliente ou caso não tenha poder discricionário sobre a carteira e não tenha conhecimento prévio da operação.

Além disso, o administrador de carteiras também não poderá negociar com valores mobiliários das carteiras sob gestão com a finalidade de gerar receitas de corretagem ou de rebate.

Em outras palavras, o administrador de carteiras não poderá ser a contraparte em uma operação de compra ou venda de valores mobiliários com as carteiras que administra, pois tal situação o colocaria em conflito de interesses no exercício da sua atividade fiduciária de gestor discricionário dos recursos do cliente. Além disso, não poderá negociar valores apenas para gerar receitas de corretagem para ele ou para receber rebates das entidades que receberem investimentos da carteira sob sua gestão.

O administrador de carteira também não poderá fazer propaganda garantindo níveis de rentabilidade, bem como quaisquer promessas quanto a retornos futuros da carteira.

Via de regra, o administrador de carteiras não poderá contrair empréstimos em nome dos clientes, bem como não poderá prestar aval, aceite ou coobrigação com relação aos

ativos administrados.

8.7.7. Procedimentos e Controles Internos

O administrador de carteiras deve adotar controles internos que garantam o permanente atendimento às normas vigentes, em todos os seus aspectos. Os controles internos devem ser efetivos e consistentes com a natureza, complexidade e risco das operações realizadas.

Mais especificamente, o administrador de carteiras pessoa jurídica deve, dentre outras obrigações: (i) atuar para administrar e eliminar eventuais conflitos de interesse que possam afetar a imparcialidade das pessoas ligadas à administração de carteiras; (ii) assegurar controle do acesso a informações confidenciais; (iii) realizar testes periódicos de segurança dos sistemas de informações; e (iv) manter programa de treinamento dos administradores e colaboradores que tenham acesso a informações confidenciais e participem no processo de decisão de investimento.

O profissional responsável pela gestão de riscos deve exercer sua função com independência, não podendo atuar em funções relacionadas à administração de carteira, distribuição ou consultoria de valores mobiliários ou outra atividade que limite sua independência.

Se a pessoa jurídica exercer outras atividades além da administração de carteiras, tais atividades devem ser segregadas da atividade de administração de carteiras. A segregação é tanto física, mediante a segregação das instalações da área responsável pela administração de carteiras e outras atividades, quanto virtual, mediante a segregação e restrição ao acesso a informações e arquivos entre as áreas.

Embora a distribuição de cotas de fundos de investimento seja, em geral, restrita a distribuidores de valores mobiliários, a Instrução CVM nº 558 autoriza excepcionalmente que o administrador de carteiras exerça esta função, desde que ele seja o administrador ou gestor do fundo de investimento que fará a distribuição e observe as normas da CVM relativas a essa atuação. Entretanto, essa autorização extraordinária não permite que ele contrate agentes autônomos para auxiliar nos esforços de distribuição.

O descumprimento pelo administrador de carteiras das normas emitidas pela CVM e demais normas aplicáveis poderá sujeitar o infrator às penalidades administrativas previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76. Além disso, o exercício irregular da atividade de agente autônomo sem o devido registro constitui crime, conforme o artigo 27-E da mesma lei.

8.8. Analistas de Valores Mobiliários

A atividade de analista de valores mobiliários está prevista nos artigos 1º, inciso VIII, e 27 da Lei nº 6.385/76. A regulamentação da atividade, por sua vez, está contida na Instrução CVM nº 598, de 6 de julho de 2010 e de maio de 2018 (“Instrução CVM nº 598”).

De acordo com o artigo 1º da Instrução CVM nº 598, “analista de valores mobiliários é a pessoa natural ou jurídica que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes. O analista de valores mobiliários é a pessoa natural que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes.”

O analista de valores mobiliários é o profissional (seja pessoa natural ou jurídica) que analisa determinados valores mobiliários ou emissores de valores mobiliários, incluindo o seu emissor e o mercado em que atua, para emitir relatórios de análise deste valor mobiliário, podendo fazer uma recomendação profissional pela compra, venda ou manutenção deste valores mobiliários.

A atividade do analista difere daquela do administrador de carteira ou do consultor no sentido de que o analista se comunica com um público (mesmo que seja um público restrito de clientes), mediante a emissão de relatórios de análise. O administrador e o consultor, por outro lado, relacionam-se com cada cliente de forma individual e customizada, realizando ou recomendando investimentos conforme o interesse específico daquele cliente.

A Instrução CVM nº 598 define os “relatórios de análise” preparados pelo analista de forma abrangente, compreendendo quaisquer textos ou estudos que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisões de investimento, e inclui também manifestações e apresentações não escritas cujo conteúdo se equipare a um relatório de análise.

Apenas pessoas físicas podem ser analistas de valores. A atividade de analista pode ser exercida (i) de forma autônoma, (ii) vinculada a um integrante do sistema de distribuição, (iii) vinculada a uma pessoa que exerça a função de administrador de carteira ou consultor de valores mobiliários; ou (iv) vinculada a uma pessoa jurídica que exerça exclusivamente a atividade de análise de valores mobiliários.

Se o analista atuar de forma vinculada a uma pessoa jurídica, tal pessoa terá o dever de supervisionar as atividades do analista e implementar regras e controles internos para assegurar o cumprimento pelo analista com os seus deveres, conforme descritos abaixo, inclusive comunicando a CVM caso qualquer infração seja verificada.

Da mesma forma que os agentes autônomos e administradores de carteira, o analista deve agir com probidade, boa-fé e ética profissional, empregando na atividade todo cuidado e diligência esperados de um profissional em sua posição.

8.8.1. Relatórios de Análise

Os relatórios de análise devem ser escritos em linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de projeções e opiniões. Dados e projeções devem vir acompanhados de fontes e metodologia. O relatório deve ainda conter declarações do analista atestando a independência da sua opinião.

8.8.2. Credenciamento

A Instrução CVM nº 598 dispõe que o credenciamento do analista de valores mobiliários será feito por entidades credenciadoras, devidamente autorizadas pela CVM. Não obstante, a Instrução CVM nº 598 estabelece critérios mínimos de credenciamento, tais como, (i) para pessoas naturais, graduação em curso de nível superior, aprovação em exame de qualificação aplicado pela entidade credenciadora e adesão a código de conduta profissional; e, (ii) para pessoas jurídicas, ter sede no Brasil, atribuir a responsabilidade pela atividade de análise de valores mobiliários a um analista de valores mobiliários pessoa natural credenciado por entidade autorizada pela CVM e atribuir a responsabilidade pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e das normas estabelecidas pela Instrução CVM nº 598 a um diretor estatutário.

Atualmente, o credenciamento de analistas de valores é feito pela APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais.

8.8.3. Vedações

Tendo em vista a capacidade do analista de, através de seus relatórios de análise, influenciar a tomada de decisões de investimento por terceiros, a CVM estabelece diversas regras para garantir a independência de opinião do analista e reduzir eventuais conflitos de interesses.

Nesse sentido, é vedado ao analista de valores emitir relatórios de análise com finalidade de obter vantagem indevida para si ou para outrem ou omitir informação sobre conflito de interesses a que possa estar sujeito.

Via de regra, o analista de valores está proibido de negociar, em nome próprio ou de terceiros, valores mobiliários que tenham sido objeto de seus relatórios de análise pelo período de 30 dias anteriores e cinco dias posteriores à divulgação do seu relatório sobre tal valor mobiliário ou sobre o seu respectivo emissor. Além disso, o analista

não poderá negociar com os valores mobiliários objeto do seu relatório de análise em sentido contrário à recomendação nele contida, pelo prazo de seis meses após a divulgação do relatório.

O analista de valores mobiliários não poderá participar de qualquer atividade relacionada a ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, incluindo esforços de venda e de angariação de novos clientes ou trabalhos. Essa restrição não será aplicável a atividades do analista que tenham por objetivo educar os investidores, desde que o analista utilize relatórios sem indicação de recomendação e cumpra outros requisitos da norma, não se comunique com os investidores na presença de qualquer pessoa ligada à área de distribuição de produto ou serviço ou ao emissor, e a pessoa jurídica a que o analista esteja vinculado tenha registros, por escrito, dos investidores que participaram da atividade de educação.

O analista de valores não poderá prestar serviços de consultoria financeira em operações de fusões e aquisições e também não poderá divulgar o relatório para quaisquer terceiros antes da sua distribuição definitiva pelos canais adequados.

O descumprimento pelo analista das normas emitidas pela CVM e demais normas aplicáveis poderá sujeitar o infrator às penalidades administrativas previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76. Além disso, o exercício irregular da atividade de analista sem o devido registro constitui crime, conforme o artigo 27-E da mesma lei.

8.9. Consultores de Valores Mobiliários

A atividade de consultor de valores mobiliários está prevista nos artigos 1º, inciso VIII, e 27 da Lei nº 6.385/76. A regulamentação da atividade está contida na Instrução CVM nº 592, de 17 de novembro de 2017 ([“Instrução CVM nº 592”](#)).

A prestação de serviços de consultoria de valores mobiliários consiste na orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente. O consultor, seja pessoa física ou jurídica, deve ser registrado na CVM.

A atividade do consultor se diferencia do analista de valores mobiliários, no sentido de que o consultor faz recomendações de investimento personalizadas ao seu cliente, enquanto o analista produz relatórios distribuídos para um público. O consultor também se diferencia do administrador de carteira, no sentido de que o administrador de carteira tem a gestão dos recursos do cliente, podendo investi-los, enquanto o consultor apenas recomenda investimentos, que o cliente poderá ou não fazer por conta própria.

8.9.1. Credenciamento

A Instrução CVM nº 592 dispõe que, dentre outros requisitos, o consultor de valores mobiliários pessoa física deve (i) ser graduado em curso superior ou equivalente e ter sido aprovado em exame de certificação cuja metodologia e conteúdo tenham sido previamente aprovados pela CVM ou (ii) ter comprovada experiência profissional de, no mínimo, 7 (sete) anos em atividades diretamente relacionadas à consultoria de valores mobiliários, gestão de recursos de terceiros ou análise de valores mobiliários, ou notório saber e elevada qualificação em área de conhecimento que o habilite para o exercício da atividade de consultoria de valores mobiliários.

Para o consultor de valores mobiliários pessoa jurídica, a norma prevê que deverá ter em seu objeto social o exercício de consultoria de valores mobiliários, atribuir a responsabilidade pela atividade de consultoria de valores mobiliários a um diretor estatutário registrado na CVM como consultor de valores mobiliários e atribuir a responsabilidade pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e das normas estabelecidas pela Instrução CVM nº 592 a um diretor estatutário.

8.9.2. Documentos e informações

O consultor de valores mobiliários pessoa física deve elaborar uma política de negociação de valores mobiliários para ele próprio e entregar aos seus clientes ou disponibilizar na rede mundial de computadores. Com essa política, os clientes terão visibilidade de como o consultor poderá aplicar os seus próprios recursos e potenciais conflitos de interesse do consultor neste sentido.

Já o consultor de valores mobiliários pessoa jurídica deve disponibilizar formulário de referência, código de ética, regras, procedimentos e descrição dos controles internos e política de negociação de valores mobiliários por administradores, empregados, colaboradores e pela própria empresa consultora de valores mobiliários.

As informações divulgadas pelo consultor de valores mobiliários devem ser: (i) verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro; e (ii) escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa. Ainda, as informações relativas à prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor.

8.9.3. Exercício das Atividades; Vedações

O consultor de valores mobiliários deve (i) exercer suas atividades com boa-fé,

transparência, diligência e lealdade, colocando os interesses de seus clientes acima dos seus; (ii) desempenhar suas atribuições de modo a buscar atender aos objetivos de investimento de seus clientes, levando em consideração a sua situação financeira e o seu perfil, nos termos da regulamentação que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; e (iii) cumprir fielmente o contrato firmado com o cliente, prévia e obrigatoriamente por escrito, devendo o contrato conter os requisitos mínimos listados na Instrução CVM nº 592 (tais como descrição detalhada da remuneração cobrada, informações sobre outras atividades que o consultor exerça e potenciais conflitos de interesses entre tais atividades e a consultoria de valores mobiliários, quando aplicável, os riscos inerentes aos diversos tipos de operações com valores mobiliários nos mercados, o conteúdo e periodicidade das informações a serem prestadas ao cliente e informação a respeito da abrangência dos serviços prestados).

É vedado ao consultor de valores mobiliários atuar na estruturação, originação e distribuição de produtos que sejam objeto de orientação, recomendação e aconselhamento aos seus clientes (exceto no caso de um consultor de valores mobiliários pessoa jurídica em que exista efetiva segregação das atividades de consultoria e distribuição, conforme permitido pela Instrução CVM nº 592).

O consultor de valores mobiliários não poderá receber qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente, por conta própria ou através de partes relacionadas, que possa potencialmente prejudicar a sua independência na prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários (exceto na prestação dos serviços para investidores profissionais que tenham assinado termo de ciência, nos termos da Instrução CVM nº 592)

Ademais, o consultor de valores mobiliários está proibido de atuar como procurador ou representante de seus clientes perante instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, para fins de implementar e executar as operações que reflitam as recomendações objeto da sua prestação de serviço.

O descumprimento pelo consultor de valores mobiliários das normas emitidas pela CVM e demais normas aplicáveis poderá sujeitar o infrator às penalidades administrativas previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76. Além disso, o exercício irregular da atividade de consultor de valores mobiliários sem o devido registro pode constituir crime, conforme o artigo 27-E da mesma lei.

8.10. Agentes Autônomos de Investimento

A atividade do agente autônomo de investimento está regulamentada na Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011 ("Instrução CVM nº 497").

8.10.1. Definição

O agente autônomo de investimento é a pessoa natural, devidamente registrada perante a CVM que, atuando como preposto e sob a responsabilidade de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, presta serviços de: (i) prospecção e captação de clientes; (ii) prestação de informações a respeito dos produtos e serviços oferecidos pela instituição que o contratou; e (iii) recepção e transmissão de ordens de negociação para os sistemas de negociação.

O agente autônomo será sempre uma pessoa natural, mas poderá constituir uma pessoa jurídica, inclusive com outros agentes autônomos. No entanto, a pessoa jurídica poderá prestar apenas os serviços inerentes à atividade de agente autônomo.

Para poder prestar os seus serviços, seja como pessoa física ou por meio de pessoa jurídica, o agente autônomo precisa necessariamente firmar um contrato escrito com uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. Exceto na hipótese de o agente autônomo atuar na distribuição de cotas de fundos de investimento, o agente autônomo poderá manter contrato com apenas uma instituição integrante do sistema de distribuição. Por óbvio, se a pessoa jurídica firmar contrato com uma instituição, o sócio pessoa física não poderá firmar contrato com outra.

O agente autônomo é mais comumente encontrado atuando como representante de corretoras de títulos e valores mobiliários (CTVMs), embora outras instituições também contratem agentes autônomos. Na qualidade de representante da corretora, o agente autônomo não só auxilia a corretora a captar novos clientes, podendo prestar informações sobre os produtos e serviços por ela oferecidos, como também a auxilia mediante a recepção das ordens de negociação de valores mobiliários emitidas pelos clientes e sua transmissão à corretora, para que sejam executadas pela corretora no mercado.

8.10.2. Credenciamento

O credenciamento de um agente autônomo será feito por entidades credenciadoras, devidamente autorizadas pela CVM. Não obstante, a Instrução CVM nº 497 estabelece critérios mínimos de credenciamento, tais como conclusão do ensino médio, aprovação em exame de qualificação aplicado pela entidade credenciadora e adesão a código de conduta profissional. A CVM concede automaticamente o registro de agente autônomo ao credenciado, mediante a comprovação do credenciamento pela entidade credenciadora,

Atualmente, o credenciamento de agentes autônomos é feito pela ANCORD – Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias.

8.10.3. Exercício das Atividades; Vedações

O agente autônomo deve agir com probidade, boa-fé e ética profissional, empregando todo o cuidado e diligência esperados de um profissional em sua posição, tanto em relação aos clientes como à instituição que o contratou.

Quaisquer materiais utilizados pelo agente autônomo deverão ter sido previamente aprovados pela instituição contratante, e deverão expressamente identificar de forma clara a posição do agente autônomo como um contratado da instituição integrante do sistema de distribuição.

A atividade do agente autônomo está sujeita a algumas vedações, que delimitam a sua esfera de atuação. Uma das mais importantes é a vedação à realização de atividades de administração de carteira, consultoria ou análise de valores mobiliários. Em outras palavras, embora o agente autônomo possa prestar informações sobre produtos e serviços oferecidos pela instituição contratante, ele não poderá prestar serviços de análise ou recomendação de investimentos, que são exclusivos dos analistas, consultores ou gestores de recursos.

Outra vedação importante é a de receber ou entregar aos seus clientes dinheiro, títulos ou valores mobiliários. Embora o agente autônomo possa receber e transmitir ordens de investimento à instituição contratante, o efetivo recebimento, investimento ou entrega de valores ou títulos será feito diretamente entre o cliente e a instituição, sem a participação do agente autônomo.

Ademais, o agente autônomo não poderá atuar como procurador ou representante dos clientes, pois o papel dele é atuar como preposto da instituição contratante. Além disso, o agente autônomo não poderá delegar a quaisquer terceiros a execução dos seus serviços, e não poderá usar senhas do cliente para transmitir ordens por meio eletrônico.

8.10.4. Responsabilidade da Instituição Contratante

A contratação de agentes autônomos, que por um lado constituem meio importante da instituição contratante de expandir os seus negócios e melhorar o atendimento aos seus clientes, por outro lado impõem à contratante a obrigação de fiscalizar as atividades do seu agente, para garantir que cumpram as suas regras, procedimentos e controles internos.

Tal fiscalização é feita, por exemplo, mediante o acompanhamento das operações dos clientes e dos dados de sistemas que possam indicar indícios de irregularidades.

Além disso, a instituição contratante responde perante os clientes e quaisquer terceiros pelos atos praticados pelos agentes autônomos por ela contratados. A instituição contratante deve ainda comunicar a CVM e a entidade credenciadora de quaisquer condutas do agente autônomo que possam configurar indício de infração às normas emitidas pela CVM.

O descumprimento pelo agente autônomo das normas emitidas pela CVM e demais normas aplicáveis poderá sujeitar o infrator às penalidades administrativas previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76. Além disso, o exercício irregular da atividade de agente autônomo sem o devido registro constitui crime, conforme o artigo 27-E da mesma lei.

8.11. Agentes Fiduciários

8.11.1. Conceito

O agente fiduciário tem por finalidade representar os interesses da comunhão de credores perante determinada emissora de valores mobiliários. O exercício da função de agente fiduciário é regulado pela Instrução CVM nº 583, de 20 de dezembro de 2016 (“Instrução CVM nº 583”).

Somente podem ser nomeadas como agente fiduciário as instituições financeiras previamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil que tenham por objeto social a administração ou a custódia de bens de terceiros.

A despeito do citado acima, caso previsto em lei específica, o Banco Central do Brasil pode autorizar que outras entidades desempenhem o papel de agente fiduciário.

Pessoas físicas não podem exercer a função de agente fiduciário.

8.11.2. Deveres do Agente Fiduciário

A finalidade do agente fiduciário é de proteger os interesses dos credores, conforme o disposto no art. 11 da Instrução CVM nº 583.

O agente fiduciário pode ser encontrado, por exemplo, em emissões de debêntures. O agente fiduciário assume o dever de representar e proteger os interesses dos debenturistas perante o emissor, agindo sempre dentro dos limites previstos na escritura de emissão, no contrato de prestação de serviços firmado e conforme as orientações dadas pelos debenturistas em assembleia geral.

Sem prejuízo de outras obrigações que estejam contidas na escritura de emissão, o agente fiduciário deve, dentre outros: (i) exercer suas atividades com boa-fé,

transparência e lealdade para com os titulares dos valores mobiliários; (ii) proteger os direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens; (iii) renunciar à função, em caso de conflito de interesses ou de qualquer outra inaptidão e convocar imediatamente a assembleia dos titulares dos valores mobiliários para deliberar sobre sua substituição; (iv) verificar a regularidade da constituição das garantias, bem como o valor dos bens dados em garantia; e (v) comunicar aos titulares dos valores mobiliários qualquer inadimplemento, pelo emissor, de obrigações financeiras assumidas na escritura de emissão ou em instrumento equivalente, indicando as consequências para os titulares dos valores mobiliários e as providências que pretende tomar a respeito do assunto; e (vi) verificar os procedimentos adotados pelo emissor para assegurar a existência e a integridade dos valores mobiliários, ativos financeiros ou instrumentos que lastreiem operações de securitização, inclusive quando custodiados ou objeto de guarda por terceiro contratado para esta finalidade.

Caso quaisquer das condições da emissão de valores mobiliários seja inadimplida, o agente fiduciário deve usar qualquer das medidas previstas em lei ou na escritura de emissão ou no termo de securitização de direitos creditórios para proteger direitos ou defender os interesses dos titulares dos valores mobiliários, sendo que as despesas necessárias à salvaguarda dos direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários correrão por conta do emissor e deverão ser imediatamente ressarcidas.

Caso as despesas mencionadas no parágrafo acima não sejam quitadas imediatamente, elas serão acrescidas à dívida do emissor e, no caso de emissão de debêntures, gozará das mesmas garantias, preferindo a estas na ordem de pagamento.

A nomeação do agente fiduciário, bem como sua aceitação, seus deveres e responsabilidades, sua remuneração, condições de substituição nas hipóteses de impedimentos temporários, renúncia, intervenção, liquidação extrajudicial ou qualquer outro caso de vacância, devem estar descritos na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente.

8.12. Auditores Independentes

8.12.1. Definição

Nos termos da NBC TA 200 (R1) - Objetivos Gerais do Auditor Independente e a Condução da Auditoria em Conformidade com Normas de Auditoria, o objetivo da auditoria é aumentar o grau de confiança nas demonstrações contábeis por parte dos usuários.

Esse aumento do grau de confiança é obtido mediante a expressão de uma opinião pelo

auditor sobre se as demonstrações contábeis foram elaboradas, em todos os aspectos relevantes, em conformidade com uma estrutura de relatório financeiro aplicável.

Os objetivos do auditor ao conduzir uma auditoria são: (i) obter segurança razoável de que as demonstrações contábeis como um todo estão livres de distorção relevante, independentemente se causadas por fraude ou erro, possibilitando assim que ele expresse sua opinião sobre se as demonstrações contábeis foram elaboradas, em todos os aspectos relevantes, em conformidade com a estrutura de relatório financeiro aplicável; e (ii) apresentar relatório sobre as demonstrações contábeis e comunicar-se como exigido pelas NBC TAs, em conformidade com suas constatações.

A opinião resultante do trabalho de auditoria, exceto por eventuais ressalvas que figurem no documento, atesta que o auditor considera as informações divulgadas nas demonstrações contábeis adequadas e suficientes, em termos de conteúdo e de forma, para o entendimento dos usuários.

Nesse sentido, ao ter por finalidade a adequação e suficiência das informações apresentadas, a opinião expressa no relatório da auditoria das demonstrações contábeis não atesta garantia de viabilidade futura da entidade ou da administração na gestão dos negócios.

No tocante à conduta profissional, ao exercício da atividade e à emissão de pareceres e relatórios de auditoria, as normas emanadas do Conselho Federal de Contabilidade – CFC – e os pronunciamentos técnicos do Instituto Brasileiro de Contadores – IBRACON – devem ser observadas pelos auditores independentes – pessoa física – e pelos auditores independentes – pessoa jurídica, todos os seus sócios e integrantes do quadro técnico (art. 20 da Instrução CVM nº 308).

8.12.2. Independência

O auditor independente e as pessoas físicas e jurídicas a ele ligadas, conforme definido nas normas de independência do CFC, não podem, em relação às entidades cujo serviço de auditoria das demonstrações contábeis esteja sob sua responsabilidade: (i) adquirir ou manter títulos ou valores mobiliários de emissão da entidade, suas controladas, controladoras ou integrantes de um mesmo grupo econômico; ou (ii) prestar serviços de consultoria (tais como (a) assessoria à reestruturação organizacional; (b) avaliação de empresas; (c) reavaliação de ativos; (d) determinação de valores para efeito de constituição de provisões ou reservas técnicas e de provisões para contingências; (e) planejamento tributário; (f) remodelamento dos sistemas contábil, de informações e de controle interno; ou (g) qualquer outro produto ou serviço que influencie ou que possa vir a influenciar as decisões tomadas pela administração da instituição auditada) que possam caracterizar a perda da sua objetividade e independência (art. 23 da Instrução CVM nº 308).

Nos termos da NBC PA 290 (R2) – Independência – Trabalhos de Auditoria e Revisão, independência significa: (a) independência de pensamento, postura que permite a apresentação de conclusão que não sofra efeitos de influências que comprometam o julgamento profissional, permitindo que a pessoa atue com integridade, objetividade e ceticismo profissional; e (b) aparência de independência, evitar fatos e circunstâncias que sejam tão significativos a ponto de que um terceiro com experiência, conhecimento e bom senso provavelmente concluiria, ponderando todos os fatos e circunstâncias específicas, que a integridade, a objetividade ou o ceticismo profissional da firma, ou de membro da equipe de auditoria, ficaram comprometidos.

8.12.3. Deveres do Auditor Independente

Dentre outras atividades, cabe ao auditor independente no âmbito do mercado de valores mobiliários: (i) verificar se as informações e análises contábeis e financeiras apresentadas no relatório da administração da entidade estão em consonância com as demonstrações contábeis auditadas, se as destinações do resultado da entidade estão de acordo com as disposições da lei societária, com o seu estatuto social e com as normas editadas pela CVM; (ii) elaborar e encaminhar à administração relatório circunstanciado que contenha suas observações a respeito de deficiências ou ineficácia dos controles internos e dos procedimentos contábeis da entidade auditada; (iii) conservar em boa guarda pelo prazo mínimo de cinco anos, toda a documentação, correspondência, papéis de trabalho, relatórios e pareceres relacionados com o exercício de suas funções e dar acesso à CVM, caso solicitado; e (iv) indicar com clareza, e em quanto, as contas ou subgrupos de contas do ativo, passivo, resultado e patrimônio líquido que estão afetados pela adoção de procedimentos contábeis conflitantes com os Princípios Fundamentais de Contabilidade.

8.12.4. Registro de Auditor Independente

O registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários é regulado pela Instrução CVM nº 308.

Para que possa exercer a atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, o auditor está sujeito ao registro na CVM. O auditor independente pode ser tanto uma pessoa física como uma pessoa jurídica.

Além dos documentos exigidos pelo art. 5º da Instrução CVM nº 308, os requisitos para que seja registrado como um auditor independente pessoa física estão no art. 3º da mesma Instrução CVM nº 308 e consistem em: (i) estar registrado em Conselho Regional de Contabilidade, na categoria de contador; (ii) haver exercido atividade de auditoria de demonstrações contábeis, dentro do território nacional, por período não inferior a cinco anos, consecutivos ou não, contados a partir da data do registro em

Conselho Regional de Contabilidade, na categoria de contador; (iii) estar exercendo atividade de auditoria independente, mantendo escritório profissional legalizado, em nome próprio, com instalações compatíveis com o exercício da atividade, em condições que garantam a guarda, a segurança e o sigilo dos documentos e informações decorrentes dessa atividade, bem como a privacidade no relacionamento com seus clientes; (iv) possuir conhecimento permanentemente atualizado sobre o ramo de atividade, os negócios e as práticas contábeis e operacionais de seus clientes, bem como possuir estrutura operacional adequada ao seu número e porte; e (v) ter sido aprovado em exame de qualificação técnica.

Por sua vez, para o registro de uma pessoa jurídica como auditora independente, além dos documentos exigidos pelo art. 6º da Instrução CVM nº 308, os requisitos para seu registro estão dispostos no art. 4º da Instrução CVM nº 308. Os principais requisitos, dentre outros, são: (i) que todos os sócios sejam contadores e que, pelo menos a metade desses, sejam cadastrados como responsáveis técnicos; (ii) constar do contrato social cláusula dispondo que a sociedade responsabilizar-se-á pela reparação de dano que causar a terceiros, por culpa ou dolo, no exercício da atividade profissional e que os sócios responderão solidaria e ilimitadamente pelas obrigações sociais, depois de esgotados os bens da sociedade; (iii) manter escritório profissional legalizado em nome da sociedade, com instalações compatíveis com o exercício da atividade de auditoria independente, em condições que garantam a guarda, a segurança e o sigilo dos documentos e informações decorrentes dessa atividade, bem como a privacidade no relacionamento com seus clientes; e (iv) manter quadro permanente de pessoal técnico adequado ao número e porte de seus clientes, com conhecimento constantemente atualizado sobre o seu ramo de atividade, os negócios, as práticas contábeis e operacionais.

8.13. Agências de Classificação de Risco de Crédito

A atividade de classificação de risco de crédito é regulamentada pela Instrução CVM nº 521, de 25 de abril de 2012 ([“Instrução CVM nº 521”](#)).

8.13.1. Definição

De acordo com o artigo 1º da Instrução CVM nº 521, a agência de classificação de risco de crédito é a pessoa jurídica registrada ou reconhecida pela CVM que exercer profissionalmente a atividade de classificação de risco de crédito no mercado de valores mobiliários.

Conforme o mesmo artigo, a classificação de risco de crédito é a atividade de opinar

sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários.

O exercício da atividade de classificação de risco de crédito requer registro prévio na CVM, no caso de agências domiciliadas no Brasil, ou reconhecimento, no caso de agência não domiciliada no Brasil. Para ter reconhecimento pela CVM, a agência não domiciliada no Brasil precisa demonstrar que está sujeita a supervisão por autoridade competente em seu país de origem com normas ao menos equivalentes às da CVM.

A principal preocupação da Instrução CVM nº 521 está relacionada à manutenção da independência da agência de classificação de risco e transparência quanto a eventuais conflitos de interesse que possam existir.

8.13.2. Regras gerais

Tendo em vista a natureza de suas atividades, a agência classificadora de risco deve adotar providências para evitar emitir qualquer classificação de risco que contenha declarações falsas ou que possam induzir o usuário a erro. A agência deve usar linguagem simples, clara, objetiva e concisa.

Os relatórios de classificação de risco de crédito devem evidenciar: (i) o analista responsável pelo relatório e pela nota atribuída; (ii) as fontes de informação; (iii) os principais elementos e metodologia de análise; (iv) a data da última atualização e sua periodicidade; e (v) situações que evidenciem potenciais conflitos de interesses, dentre outras informações.

A Instrução CVM nº 521 estabelece diversas vedações às agências de classificação de risco, tais como: (i) emitir classificação de risco para obter vantagem indevida; (ii) omitir informações sobre conflitos de interesse; (iii) permitir que os analistas envolvidos na emissão da classificação participem do processo de contratação da agência para emissão da classificação, ou tenham sua remuneração condicionada à receita gerada pelas atividades da agência; (iv) fornecer à entidade avaliada quaisquer serviços que possam comprometer a independência do seu trabalho; (v) emitir classificação de risco para entidades na qual detenha ativos financeiros ou da qual seja parte relacionada, dentre outros.

A agência deve adotar políticas de conduta e remuneração, bem como assegurar a segregação das atividades de classificação de risco de quaisquer outras atividades que ela exerça.

9

ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE MERCADOS ORGANIZADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS E INFRAESTRUTURA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VALDIR CARLOS PEREIRA FILHO

*ADVOGADO. DOUTOR EM DIREITO COMERCIAL PELA FACULDADE
DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO. MASTER OF LAWS –
BANKING AND INTERNATIONAL FINANCE LAW LL M - PELA LONDON
SCHOOL OF ECONOMICS AND POLITICAL SCIENCE (LSE), REINO UNIDO.*

9.1. Mercados regulamentados de valores mobiliários: conceitos e classificações

Os mercados regulamentados são aqueles sujeitos à disciplina da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Assim, sobre os mercados regulamentados, a CVM exerce seus poderes e atribuições previstos na Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (Lei nº 6.385/76). Dessa forma, os mercados regulamentados estão sujeitos às regras, disciplina e sanções da CVM; em outras palavras, sujeitam-se aos poderes normativo, fiscalizador e sancionador da CVM.

O conceito de mercados regulamentados de valores mobiliários compreende os mercados de bolsa, de balcão organizado e de balcão não organizado¹. Os mercados de bolsa e de balcão organizado de valores mobiliários, são, em conjunto, classificados como mercados organizados de valores mobiliários, e, por sua vez, e de modo distinto, há o mercado de balcão não organizado.

A nota distintiva entre os mercados organizados (bolsa e balcão) e o mercado de balcão não organizado reside na existência de uma figura responsável pela sua administração e organização. No caso dos mercados organizados, há uma pessoa jurídica autorizada pela CVM a atuar como entidade administradora de mercado de bolsa ou de balcão organizado, conforme o caso, nos termos da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, e alterações (“Instrução CVM nº 461”). Cumpre esclarecer que a inexistência de uma entidade administradora não torna o mercado de balcão não organizado uma “terra de ninguém” ou “sem regras”. Como dito, o mercado de balcão não organizado é um mercado regulamentado, logo sujeito às regras e disciplina da CVM.

9.2. Mercado de balcão não organizado, mercados organizados (bolsa e balcão) e suas entidades administradoras.

O mercado de balcão não organizado envolve as operações realizadas com a participação de integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (art. 15 da Lei nº 6.385/76, notadamente seus incisos I a III), ou seja, pessoas jurídicas ou físicas que exercem atividades reguladas e são autorizadas e supervisionadas pela CVM, mas, a despeito da participação de tais profissionais, os negócios e operações ocorrem fora de bolsa ou de balcão organizado².

As entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários são

¹ Classificação dada pela Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, e alterações (“Instrução CVM nº 461”), arts. 2º a 4º.

² Art. 21, §3º, da Lei nº 6.385/76.

autorizadas pela CVM a manter mercado de bolsa ou mercado de balcão organizado nos termos da Instrução CVM 461. O que caracteriza o mercado de bolsa é

“que funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; ou que permitem a execução de negócios tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda” sendo que “todas as informações sobre os negócios, como os preços, as quantidades e horários, entre outras, devem ser publicadas continuamente, com no máximo 15 minutos de atraso”³.

Já no mercado de balcão organizado

“admite-se ainda o registro das operações previamente realizadas. Nesse mercado, a negociação ou o registro das operações pode ocorrer sem a participação direta de integrante do sistema de distribuição, desde que a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado, ou seja, realizada diretamente entre as partes. Além disso, nos mercados de balcão organizado, as informações sobre os negócios, como os preços, as quantidades e os horários também devem ser disponibilizados, porém pode ser diferida, não sendo obrigatória a divulgação contínua, dependendo das características do mercado.”⁴

Outra diferença importante é que o mercado de bolsa deve, necessariamente, contar com um mecanismo de ressarcimento de prejuízos para os investidores. Tal mecanismo não é obrigatório no mercado de balcão organizado⁵. Por tal razão, o mercado de bolsa administrado pela B3 – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) conta com o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) administrado pela BSM Supervisão de Mercados⁶.

Atualmente, no Brasil, a B3 atua tanto como administradora de mercado de bolsa e como de balcão organizado. A B3 é resultado da combinação⁷, concretizada em março de 2017, de atividades da BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S/A (“BM&FBOVESPA”), bolsa de valores, mercadorias e futuros, com a CETIP S/A – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (“CETIP”), empresa prestadora de serviços

3 Conforme consta do Portal do Investidor da CVM:
http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/sistema_distribuicao/mercados_regulamentos.html. Acesso em: 4 jan. 2016.

4 Idem nota anterior.

5 Art. 77 da Instrução CVM nº 461.

6 A BSM, é responsável pela fiscalização e supervisão das operações cursadas no mercado de bolsa da B3, nos termos da Instrução CVM nº 461. Trata-se de pessoa jurídica distinta da bolsa constituída para os fins do exercício do poder de autorregulação previsto na Instrução CVM nº 461 (arts. 36 e ss.).

7 Juridicamente, a CETIP foi incorporada pela BM&FBOVESPA e, posteriormente, a denominação social foi alterada para B3 – Brasil, Bolsa, Balcão.

financeiros no mercado de balcão organizado. Antes do surgimento da B3, havia a uma entidade administradora de mercado de bolsa: a BM&FBOVESPA; e, com relação ao mercado de balcão organizado, havia, novamente, a BM&FBOVESPA e também a CETIP.

A B3 é uma sociedade anônima de capital aberto, autorizada pela CVM a estruturar, manter e fiscalizar mercado organizado de bolsa de valores, mercadorias e futuros e mercado de balcão organizado. Assim, a B3, nos termos da Instrução CVM 461, é uma entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários com autorização tanto para manter mercado de bolsa como mercado de balcão organizado. Entretanto, a B3 não tem sua atuação restrita à negociação de valores mobiliários. Suas atividades incluem, também, a fase de pós-negociação. Logo, a B3 possui, também, câmaras de compensação para proceder à compensação e liquidação das operações realizadas nos seus sistemas de negociação. Além disso, a B3 é depositário central de valores mobiliários, notadamente de ações (sendo, até a presente data, o único depositário central brasileiro para ações) e outros como, por exemplo, debêntures e títulos de renda fixa privada. A B3 apresenta uma estrutura integrada vertical, também denominada de “modelo silo”, pois cobre as atividades desde a negociação até a pós-negociação, incluindo um depositário central de ativos.

As entidades administradoras de mercados organizados devem observar as regras previstas na Instrução CVM 461 e são responsáveis pela organização, administração e fiscalização dos mercados postos sob sua responsabilidade e para poderem cumprir tais ônus, são dotadas de poder de autorregulação, inclusive devem manter estrutura destinada a tal fim⁸ sendo que, no caso da B3, esta atribuição recai sobre a BSM.

Bolsa de valores e mercado de balcão organizado são, atualmente, sistemas eletrônicos de negociação nos quais ocorre o encontro de ofertas de compra e ofertas de venda, originadas de ordens, e, assim, os negócios são fechados. Consistem em polos de liquidez para onde afluem os interessados em realizar negócios com os valores mobiliários admitidos à negociação nos respectivos sistemas de negociação. O acesso aos sistemas de negociação de bolsa e de mercado de balcão organizado é franqueado pelos participantes de mercado de quem os investidores ou interessados em acessar o mercado são clientes.

9.3. Mercado primário e mercado secundário

Os negócios jurídicos, ou seja, as operações de mercado de capitais podem ser, também, classificadas como de mercado primário e de mercado secundário. Entende-se por mercado primário quando ocorre a emissão de valor mobiliário, a seu turno, trata-se do mercado secundário quando há circulação de valores mobiliários já existentes.

8

Art. 15, VI da Instrução CVM nº 461/07.

Sobre esse assunto, merece destaque o seguinte trecho, bastante elucidativo, do Portal do Investidor da CVM:

“O desenvolvimento do mercado primário de valores mobiliários, pode-se dizer, depende da solidez do mercado secundário relacionado. Ou seja, da possibilidade de os investidores subscritores das emissões conseguirem negociar posteriormente os valores mobiliários entre si. Evidentemente, cada investidor poderia negociar diretamente com outro, mas esse sistema seria evidentemente ineficiente no que diz respeito ao encontro de propostas, à definição de preços, transparência e divulgação das informações, segurança na liquidação, entre outros. Os mercados de bolsa e balcão buscam justamente eliminar essa ineficiência.

Assim, pode-se dizer que a principal função dos mercados de bolsa e de balcão é organizar, manter, controlar e garantir ambientes ou sistemas propícios para o encontro de ofertas e a realização de negócios com formação eficiente de preços, transparência e divulgação de informações e segurança na compensação e liquidação dos negócios. Funções essas que aumentariam a confiança dos investidores no mercado secundário, de maneira a fomentar o mercado primário e, portanto, as captações públicas de recursos pelas companhias, função econômica principal do mercado de capitais.”⁹

9.4. Mercado de renda fixa e mercado de renda variável.

Considerando o valor mobiliário ou ativo/produto negociado ou ofertado, podemos classificar o mercado como sendo mercado de renda fixa ou de renda variável. Por renda fixa, entende-se que o rendimento a ser auferido pelo investidor é determinado ou determinável¹⁰ e se preserva o principal investido. Nesta categoria temos, por exemplo, os títulos públicos, as debêntures não conversíveis em ações, os *commercial papers*. Já a renda variável implica a inexistência de retorno determinado, trata-se de risco, ou seja, não há como antever, estipular ou determinar o ganho, nem mesmo se este ocorrerá (e, havendo ganho, não há como limitá-lo)¹¹. Como exemplo de renda

⁹ Vide: http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/sistema_distribuicao/mercados_regulamentos.html. Acesso em: 4 jan 2016.

¹⁰ Nesse sentido: “Os ativos de renda fixa envolvem uma programação determinada de pagamentos. Por isso, nesses ativos os investidores conhecem antecipadamente os fluxos monetários que vão obter” in: PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 108.

¹¹ Assim, “os ativos de renda variável são aqueles em que não há um conhecimento prévio dos rendimentos futuros e o valor de resgate pode assumir valores superiores, iguais ou inferiores ao valor aplicado” in: PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 109.

variável, temos as ações.

A fim de facilitar a compreensão, seguem exemplos de operações e suas classificações:

Oferta pública de ações resultante de aumento de capital.	Mercado primário	Mercado de balcão não organizado	Renda variável
Oferta pública de ações detidas por acionistas (ex.: venda de ações de controlador ou desinvestimento de acionistas como fundo de <i>private equity</i>).	Mercado secundário	Mercado de balcão não organizado	Renda variável
Compra e venda de ações de empresa listada na B3 (Listado B3).	Mercado secundário	Mercado organizado de bolsa	Renda variável
Compra e venda de debêntures não conversíveis listada na B3 (segmento balcão organizado).	Mercado secundário	Mercado de balcão organizado	Renda fixa
Subscrição, em oferta pública, de debêntures não conversíveis em ações.	Mercado primário	Mercado de balcão não organizado	Renda fixa

9.5. Etapas dos negócios em mercados organizados

Considerando os negócios com valores mobiliários realizados em mercados organizados, há duas fases ou etapas a serem consideradas: (i) a negociação (*trading*) e (ii) a pós-negociação (*post trading*).

9.5.1. Negociação

A negociação envolve diversas instituições, merecendo destaque: (i) os participantes de mercado¹² ou intermediários¹³ e (ii) as entidades administradoras de mercados

12 Nos termos da Instrução CVM nº 461 são denominados Pessoas Autorizadas a Operar.

13 Não se trata de intermediário no sentido de realizar intermediação financeira no sentido do art. 17 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e que caracteriza a atividade bancária típica. No mercado de capitais, “as instituições financeiras atuam, basicamente, como prestadoras de serviços, assessorando as empresas no planejamento das emissões de valores mobiliários, ajudando na colocação deles para o público investidor, facilitando o processo de formação de preços e a liquidez, assim como criando condições adequadas para as negociações secundárias. Elas não assumem a obrigação pelo cumprimento das obrigações estabelecidas e formalizadas nesse mercado. Assim, a responsabilidade pelo pagamento dos juros e principal de uma debênture, por exemplo, é da emissora, e não da instituição financeira que a tenha assessorado ou

organizados, ou seja, as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM, a manter mercado de bolsa (“bolsa de valores”) e mercado de balcão organizado (“mercado de balcão organizado”), já anteriormente referidos.

Os participantes de mercado são as instituições que se relacionam com (i) os investidores do público em geral, ou seja, aqueles que detêm recursos para investir ou que possuem valores mobiliários dos quais desejam, de alguma forma, dispor ou (ii) outras instituições que, apesar de não serem classificadas como investidores do público em geral, necessitam acessar o mercado de capitais e realizar operações com valores mobiliários e, para tanto, necessitam dos serviços prestados por participantes de mercado¹⁴. Os participantes de mercado constituem os canais de acesso ao mercado de valores mobiliários. De modo geral, cabe aos participantes receber as ordens¹⁵ de seus clientes e encaminhá-las ou transmiti-las aos sistemas de negociação para que possam ser executadas.

Na fase de negociação, para exemplificar, há a manifestação de vontade da parte compradora e da parte vendedora, que emitem ordens para compra e venda de ações para as instituições autorizadas com as quais mantêm relacionamento (participante de mercado, cujo exemplo de mais fácil assimilação é a sociedade corretora de valores mobiliários), e tais instituições, representando seus clientes, levam tais ordens (ou franqueiam com que atinjam, como no caso do *Home Broker*) ao sistema de negociação mantido pela bolsa de valores ou mercado de balcão organizado transformando-as em ofertas. Uma vez que as ofertas, decorrentes das ordens, encontram-se no sistema de negociação, ocorre a formação do contrato, pois haverá parte vendedora e compradora, preço e objeto; assim, teremos o negócio concluído e o contrato formado.

As atividades desenvolvidas na fase de negociação possuem implicações regulatórias próprias. Resumidamente, a negociação requer como pressuposto a existência de relação comercial (prestação de serviço) entre um investidor e um intermediário ou participante de mercado, ou seja, os interessados em comprar ou vender valores mobiliários devem se tornar clientes de um participante do mercado (este relacionamento se concretiza com o cadastro do investidor na instituição intermediária). O relacionamento entre cliente e participante de mercado, por exemplo, um investidor e sua corretora, é objeto de normas legais, regulatórias e de autorregulação, pois envolve, entre outras, questões de assimetria informacional, adequação de investimentos e perfil de cliente (*suitability*), políticas de “Conheça seu cliente” (*KYC – Know your client*), prevenção à lavagem de dinheiro e ocultação de bens e recursos ilícitos, práticas anticoncorrenciais etc. A negociação em si, ou seja, a inserção da oferta, decorrente da ordem do cliente,

participado do processo de colocação dos títulos no mercado. São participantes desse mercado, como exemplo, os Bancos de Investimento, as Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, as entidades administradoras de mercado de bolsa e balcão, além de diversos outros prestadores de serviços.” (trecho extraído do Portal do Investidor da CVM: http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/introducao_geral/introducao_mercado.html. Acesso em: 4 jan. 2016.

14 Por exemplo, bancos, fundos de pensão, fundos de investimento.

15 Entendidas como “ato pelo qual o cliente determina que um intermediário negocie ou registre operação com valor mobiliário, em seu nome e nas condições que especificar”, conforme inciso V do art. 1º da Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011.

em um sistema de negociação e sua execução também envolve aspectos importantes que atraem uma gama de normas por força de vários fatores como: adequada formação de preços, conflitos de interesses, indícios de uso de informação privilegiada e de manipulação e abuso de mercado, quebra de deveres fiduciários. Por esta razão, os negócios são monitorados e podem ser submetidos a leilão e até, excepcionalmente, cancelados pela entidade administradora de mercado organizado.

9.5.2. Pós-negociação

Uma vez superada e concluída a fase de negociação, inicia-se a fase de pós-negociação. Apesar de a pós-negociação ter menor visibilidade para o investidor, se comparada com a negociação, é de vital importância, pois, de forma objetiva, na pós-negociação desenvolvem-se atividades que visam a fazer com que o objeto da contratação no ambiente de negociação se realize, ou seja, por exemplo, que o vendedor receba o pagamento do preço e entregue os bens vendidos e o comprador efetue o pagamento do preço e receba os bens adquiridos. Assim, a negociação depende da pós-negociação.

Dessa forma, a pós-negociação é a fase compreendida entre o momento em que se encerra a negociação (quando há um negócio fechado: um contrato formado) e sua efetiva conclusão, ou seja, o adimplemento do que foi pactuado na negociação.

Na fase de pós-negociação, merecem destaque as seguintes atividades: (i) administração de sistemas de liquidação de valores mobiliários; (ii) prestação de serviços de contraparte central garantidora; e (iii) de depositário central.

Vale ressaltar que as atividades de pós-negociação podem ser executadas por instituições separadas, ou seja, cada atividade pode ter uma instituição responsável ou pode haver a concentração de mais de uma atividade ou de todas em uma única instituição, como se verifica, atualmente no Brasil com a B3 que congrega toda a pós-negociação de ações. Entretanto, não há vedação legal ou regulamentar para que as atividades sejam executadas de forma desmembrada ou que existam mais de uma instituição para a mesma atividade.

Resumidamente, a pós-negociação pode ser descrita da seguinte forma, contando com as seguintes etapas¹⁶:

a. Confirmação (*trade confirmation*): após a conclusão de um negócio, passa-se à confirmação do ativo-objeto, preço, quantidade, partes e prazo. A confirmação, no caso de operações em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado é automática após o registro no sistema de negociação, podendo não haver a confirmação como

16 Descrição resumida baseada no Anexo 2 do documento intitulado *Recommendations for Securities Settlement Systems*. BANK FOR INTERNATIONAL INTERNACIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Recommendations for Securities Settlement Systems*. Committee on Payment and Settlement Systems. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Nov. 2001. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/cps46.pdf>. Acesso em: jan. 2016.

uma etapa distinta, estanque, que ocorre após a negociação e antes do ciclo de pós-negociação se iniciar, já que o sistema em que o negócio foi realizado transmite os dados diretamente da operação já confirmada. Por outro lado, a confirmação é uma etapa independente nas operações de mercado de balcão não organizado, pois cada contraparte deve confirmar os termos do negócio pactuado para que o ciclo de liquidação se inicie.

b. Compensação (*clearing*)¹⁷: após o negócio estar confirmado, passa-se ao cálculo e apuração das obrigações das contrapartes, o quanto deve ser pago e entregue na data de liquidação. Quando a apuração é feita para cada negócio de forma individual, temos a apuração bruta, mas existe a possibilidade de se efetuar a compensação para a apuração de saldo líquido final por ativo e saldo líquido final financeiro. Nesta etapa, pode haver interposição da figura de uma contraparte central garantidora¹⁸ para atuar como contraparte dos negócios originais; em tal situação, é possível a compensação multilateral e apuração de saldos finais de ativos e financeiro em relação à contraparte central;

c. Liquidação (*settlement*): consiste na transferência final dos valores mobiliários do vendedor para o comprador e o pagamento por este ao vendedor¹⁹. A liquidação é desempenhada por um sistema de liquidação de valores mobiliários, que dará

17 A palavra *compensação* é plurívoca, logo é essencial explicitar o sentido a ser considerado. Em linguagem jurídica, a compensação é uma das formas de extinção de obrigação prevista no artigo 368 do Código Civil, sendo este significado primeiramente a ser adotado. Além disso, compensação é, também, a tradução do termo inglês *clearing*. Por isso, nos referiremos à compensação e *clearing* como sinônimos. Nesse sentido, compensação ou *clearing* servirá para designar o cálculo de obrigações mútuas entre participantes de mercado na fase de pós-negociação, bem como a administração de risco anterior à efetiva liquidação, a fim de assegurar que a liquidação corra de acordo com as regras de mercado mesmo se uma das partes se tornar insolvente ou inadimplente antes da liquidação propriamente dita. Assim, sob o termo *clearing* estão as atividades de administração de riscos do intervalo de liquidação, ou seja, processo que se desenvolve após a celebração do negócio (finda a fase de negociação) e antes da liquidação e que tem por objetivo administrar os riscos que surgem no referido intervalo.

18 A atividade de *clearing*, na maioria das vezes, e seguindo recomendações internacionais, envolve a existência de uma contraparte central. Dessa forma, a contraparte central assume posição contratual de parte em todos os negócios. Todos os negócios celebrados no ambiente de negociação, uma vez registrados e ao ingressarem na fase de pós-negociação, passam a ter a mesma contraparte: a contraparte central, que atua como vendedora de todos os compradores e compradora de todos os vendedores. A interposição da contraparte central é importante para uniformizar a exposição de risco de crédito nos negócios não liquidados, já que todos os participantes do mercado têm a mesma contraparte, logo todos estão expostos ao mesmo risco de crédito. Nesse sentido, vide o relatório “Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union”, do Banco Central Europeu (ECB, do inglês European Central Bank), e do Committee of European Securities Regulators (CERS), de Setembro de 2004. Disponível em: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb-cers-standardssecurities2004en.pdf>. Acesso em: 11 jun. 2021. A contraparte central pode ser cumulada com outros integrantes da infraestrutura de pós-negociação ou ser exercida de forma autônoma, cada mercado adotará o modelo que julgar mais conveniente. Deve ser uma instituição capitalizada de porte para assumir tal posição, com estrutura de gerenciamento de risco e capacidade para exigir garantias, assim, os participantes ficam expostos a uma contraparte de baixo risco. Além da uniformização, há, como regra, um aprimoramento com a efetiva diminuição do risco na medida em que exclui o risco variável de cada contraparte em cada negócio bilateral. No Brasil, a existência e atividades da contraparte central na pós-negociação de ações têm fundamento legal previsto no regime jurídico do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) previsto na Lei 10.214/01, sendo o resultado prático almejado a uniformização do risco de crédito e possibilitar a compensação multilateral.

19 Em termos jurídicos, a liquidação é importante por ser o momento em que se confere efetiva propriedade sobre os valores mobiliários objeto de um negócio e por ser o momento do efetivo adimplemento contratual. Durante o intervalo de liquidação, período compreendido entre a celebração do negócio e a liquidação propriamente dita, as partes têm direitos de natureza contratual. Após a liquidação, as partes possuem direito de natureza real, já que o comprador passa a ser legítimo proprietário dos valores mobiliários e o vendedor, por sua vez, do preço recebido.

instruções de crédito e débito de valores mobiliários e de recursos financeiros para as partes envolvidas, conforme a posição que ocupem de vendedor ou comprador. Trata-se do efetivo cumprimento das obrigações pactuadas na negociação.

d. Guarda ou depósito centralizado de ativos: trata-se de atividade complementar e vital para a liquidação. Os valores mobiliários são detidos por um depositário central²⁰. Entretanto, na maioria das situações, não é possível aos investidores terem acesso direto ao depositário central, então os investidores contratam serviços de custodiantes para, por meio destes, chegarem ao depositário central²¹.

9.5.3. Riscos na pós-negociação e sua mitigação

A efetiva liquidação, assim entendida a entrega e o pagamento com o cumprimento das obrigações assumidas no contrato pactuado e concluído na fase de negociação, ocorre em data diversa e posterior à data da negociação. Esse intervalo de tempo entre a data de negociação e a data de liquidação, denominado intervalo de liquidação, é um fator de risco. Dentro da fase de pós-negociação, é preciso controlar os riscos desse intervalo, gerenciá-los e mitigá-los. O risco mais evidente é o risco de não cumprimento de obrigação, seja do pagamento, seja da entrega de ativo, na data pactuada ou o cumprimento com atraso. Esses são, respectivamente, os riscos de

20 O serviço prestado pelos depositários centrais é fundamental para o mercado de capitais, sem o qual não é possível a adequada liquidação das operações realizadas. Os depositários centrais são primordiais para se proceder à entrega dos valores mobiliários e, assim, a liquidação dos negócios realizados. A origem dos depositários centrais está ligada à necessidade de se proceder à entrega dos valores mobiliários de forma segura, ágil, evitando os riscos derivados do uso de documentos em papel, sejam títulos ao portador ou nominativos com seus certificados e termos de transferência. Nesse contexto, foram surgindo nos mercados domésticos os depositários centrais, que tinham por função centralizar a guarda de valores mobiliários ao portador ou representados por certificados para que a liquidação das operações pudesse ocorrer sem o trânsito de papéis. Os depositários centrais, no mercado de capitais, prestam serviços de prover registro de propriedade sobre valores mobiliários e sua consequente transferência, com o objetivo de facilitar a liquidação sem uso ou trânsito de papéis. Sua função é relevante e, se não forem corretamente administrados ou não exercerem suas atividades de forma adequada, são um foco de risco sistêmico resultante, entre outros, de fraudes, duplicidade de ativos registrados, transferências não autorizadas. A desmaterialização trouxe mais relevância para a regulação das atividades de depositário central, pois estes assumem o papel único e fundamental de guardarem os ativos desmaterializados que nascem em seus registros e, então, são o substrato essencial para os sistemas de liquidação de valores mobiliários, já que os valores mobiliários existem apenas de forma escritural.

21 Na prática, os depositários centrais não são acessíveis a qualquer investidor. Da mesma forma que ocorre com ambientes de negociação onde o acesso é franqueado aos participantes de mercado, os depositários centrais se relacionam com aqueles que figuram ou são admitidos como seus membros, o que não inclui a totalidade do universo de investidores. O acesso aos depositários é feito por meio de instituições, notadamente bancos, bancos de investimento e corretoras, que atuam e prestam serviços de custodiantes. O depositário central mantém contas de ativos (contas para registro de valores mobiliários escriturais) para os seus membros, logo para um número limitado de instituições que mantêm relacionamento direto com o depositário central. Esses membros, por sua vez, mantêm contas para seus clientes que podem ser investidores finais ou outras instituições que atuam como intermediários para outros investidores, de modo que pode haver vários níveis (cadeia de intermediação) entre o investidor final e o emissor de um determinado valor mobiliário.

crédito²² e de liquidez²³, mas há outros riscos que merecem ser considerados, como: o risco operacional (risco de perdas ou prejuízos inesperados em decorrência de falhas de sistemas, controles, falhas humanas e de gerenciamento das fases e estruturas de liquidação), o risco legal (consiste no risco do efeito legal de um negócio ser diverso daquele intencionado pelas partes ao realizarem o negócio jurídico. Pode ser o risco de uma lei ou norma regulamentar não reconhecer a legalidade de um contrato ou de um procedimento de liquidação, afetando a certeza da entrega e deixando o contrato inexecutável. Inclui-se o risco de demora na recuperação de bens e valores pagos) e o risco sistêmico (risco de uma instituição não cumprir suas obrigações quando devido e, assim, levar outras a não cumprir as suas, gerando um efeito de inadimplência em cadeia).

Como já mencionado anteriormente, há riscos inerentes à fase de pós-negociação, e, dentre as diversas ferramentas²⁴ para mitigá-los, cabe ao responsável pela liquidação das operações com valores mobiliários proceder à entrega contra o correspondente pagamento, afastando assim o risco de principal²⁵, que é uma das modalidades de risco de crédito. Assim, a sincronização entre entrega, ou melhor, transferência ou atribuição de propriedade de forma definitiva para o comprador e o pagamento ao vendedor é a ferramenta para afastar o risco de uma parte cumprir sua obrigação sem receber a contraprestação.

Em um cenário extremo, sem a existência da atividade de *clearing*, se o vendedor receber o pagamento do preço do comprador e não efetuar a entrega, o comprador terá um direito pessoal de exigir o cumprimento da obrigação contratual e, na hipótese de insolvência do vendedor, será um credor quirografário pleiteando que a obrigação seja cumprida. De forma análoga, se o vendedor entregar o bem objeto do negócio e o comprador não pagar, deverá executar a obrigação contratual e se sujeitar aos trâmites pertinentes e, se o comprador falir, apresentar seu pleito como um credor quirografário. Desta feita, a sincronização entre entrega e pagamento (Entrega contra Pagamento

22 O risco de crédito se manifesta de duas formas, dependendo do momento em que ocorre o inadimplemento, podendo ser o risco de ganho esperado não realizado ou risco de principal. O risco de ganho esperado não realizado consiste no risco da parte solvente e adimplente ter perda para conseguir refazer o negócio original com outra contraparte devido ao inadimplemento da contraparte original. Assim, antes da efetiva liquidação, se uma contraparte se tornar insolvente ou inadimplente, a outra parte deverá buscar terceiro no mercado, ao preço atual de mercado, para conseguir que o negócio originalmente pactuado se concretize, e isto poderá trazer prejuízo e frustrar o ganho esperado na operação original. Já o risco de principal se materializa quando há efetiva entrega de ativos sem o correspondente pagamento ou o pagamento sem a correspondente entrega dos ativos. Tal risco se dá na frustração da liquidação em si na data de liquidação. A mitigação desses riscos é possível com a redução do intervalo de liquidação, o uso de contraparte central e de estruturas adequadas de Entrega contra Pagamento.

23 O risco de liquidez se manifesta (i) quando participantes do mercado desejam comprar ou vender ativos e não encontram contrapartes para realizar o negócio em condições justas ou (ii) uma parte não recebe o que lhe é devido e, assim, deve tomar emprestado ativos ou recursos financeiros no mercado, pagando por isto, para poder, então, cumprir suas próprias obrigações de forma pontual. O risco de liquidez pode ser mitigado por meio de empréstimo de ativos e existência de contraparte central

24 Como o uso de contraparte central, compensação multilateral para apuração de saldos líquidos, exigência de garantias, mas essas ferramentas são empregadas na etapa de compensação ou *clearing* conduzida por *Clearing Houses* e/ou contraparte central.

25 Risco de o vendedor poder entregar, mas não receber o pagamento correspondente ou do comprador poder efetuar o pagamento, mas não receber o valor mobiliário objeto do negócio.

ou *Delivery versus Payment - DVP*) é essencial. Em outras palavras, o pagamento e entrega devem ser concomitantes e, uma vez feitos, irreversíveis e inquestionáveis, logo dotados de segurança jurídica de que não poderá ser desfeita a liquidação do negócio.

9.6. Infraestrutura de pós-negociação de valores mobiliários (ênfase em ações)

A B3, após a conclusão de um negócio no seu ambiente de negociação (sistema eletrônico do mercado de bolsa, por exemplo), passa a executar as atividades de pós-negociação, por meio da sua câmara de compensação destinada ao segmento de valores mobiliários. Tais atividades são regidas por regras por ela estabelecidas no exercício de poder de autorregulação²⁶ (Regulamento e Manual de Procedimentos Operacionais)²⁷.

O relacionamento da *Clearing* B3, no exercício de suas atividades, é com os participantes de mercado admitidos por ela, denominados agentes de compensação, que, por sua vez, têm seus clientes. Dessa forma, os investidores finais, comitentes nos negócios realizados no ambiente de negociação, não têm acesso direto à *Clearing*; necessariamente valem-se de um agente de compensação para entregar garantias, receber ativos e recursos financeiros. Assim como, na fase de negociação, os investidores acessam os sistemas da B3 por meio de suas corretoras ou distribuidoras, denominados participantes de mercado (pessoas autorizadas a operar), na fase de pós-negociação, a interface com a *Clearing* B3 é feita por meio do agente de compensação (na fase de *clearing*) e com o agente de custódia (para efeito de entrega e recebimento de ativos), que é o veículo de acesso para a B3 na qualidade de depositário central²⁸. Na prática, a mesma instituição, por exemplo, uma corretora, pode atuar como participante de mercado na negociação, agente de compensação e de custódia na pós-negociação. Entretanto, por se tratarem de etapas e atividades distintas, com direitos e responsabilidades próprias, a nomenclatura é diferente para cada caso. Essa estrutura de relacionamento na pós-negociação da B3 com os agentes e destes com seus clientes (investidores finais) é denominada cadeia de responsabilidades.

26 As bolsas e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários são dotadas de poder de autorregulação, ou seja, podem criar normas, fiscalizar seu cumprimento e aplicar penalidades dentro dos limites da lei e da regulação estatal, neste caso atribuída à CVM. O fundamento da autorregulação de tais pessoas jurídicas é o art. 17, § 1º da Lei nº 6.385.

27 Neste caso, o Regulamento de Operações da Câmara B3. (Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao/. Acesso em: 10 jun. 2021. e o Manual de Procedimentos Operacionais da Câmara B3 (Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao/. Acesso em: 10 jun. 2021.).

28 Vale ressaltar que, apesar de o investidor final ser cliente da corretora, na qualidade de agente de custódia, a B3 como depositário central tem este cliente identificado com seus ativos registrados em conta em seu nome sob o agente de custódia, por isso a Câmara da B3 é classificada como um depositário central transparente.

9.6.1. Pós-negociação de ações no Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)

Merece frisar que a *Clearing* B3 integra o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), sendo a câmara de compensação e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários prevista no inciso III do parágrafo único do artigo 2º da Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001 (Lei nº 10.214/01). A inclusão da B3 no rol de câmaras de compensação do SPB gera consequências, trazendo direitos e obrigações para a *Clearing* B3 e demais câmaras inseridas no SPB por serem sistemicamente importantes²⁹, e, por se ocuparem da liquidação de operações que, potencialmente, podem desencadear risco sistêmico, devem funcionar como polos de gestão e de contenção de risco³⁰.

No que tange às atividades das câmaras de compensação, a Lei nº 10.214/01:

a. admite a compensação multilateral das obrigações no âmbito de uma mesma câmara³¹, sendo esta modalidade de compensação definida como “o procedimento destinado à apuração da soma dos resultados bilaterais devedores e credores de cada participante em relação aos demais”^{32 33}, objetivando a liquidação pelo saldo líquido³⁴ e constituindo em uma ferramenta para redução de risco de crédito e de liquidez e faz sentido em um ambiente de liquidação diferida líquida³⁵;

b. determina às câmaras de compensação classificadas como sistemicamente importantes (aquelas em cujos sistemas em que operem a liquidação, o volume

29 Vide artigo 3º, XXIII do Regulamento anexo à Circular 3.057 de 31.08.2001 do Banco Central do Brasil:

“Art. 3º (...) XXIII - sistema sistemicamente importante: sistema de liquidação em que o volume ou a natureza dos negócios, a critério do Banco Central do Brasil, é capaz de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do Sistema Financeiro Nacional.”

30 “As câmaras especializadas na liquidação e compensação das operações oferecem uma solução eficaz na diminuição dos custos de transação das operações realizadas em sistemas sistemicamente importantes.” SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro. Comentários aos Artigos 193 e 194. In: *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*: Lei 11.101/2005. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 618.

31 Art. 3º da Lei nº 10.214/01.

32 Art. 3º, § único da Lei nº 10.214/01.

33 Vide a definição de compensação multilateral dada pelo Regulamento anexo à Circular BACEN nº 3.057, de 31 de agosto de 2001: “compensação multilateral: procedimento destinado à apuração da soma dos resultados bilaterais devedores e credores de cada participante em relação aos demais. O resultado da compensação multilateral também corresponde ao resultado de cada participante em relação à câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação que assumam a posição de parte contratante para fins de liquidação das obrigações, realizada por seu intermédio” (grifo nosso).

34 O cálculo desta posição consolidada requer a compensação de débitos e créditos de cada investidor contra a *clearing*. Assim, ao final haverá um saldo devedor ou credor de cada participante contra a *clearing*.

35 Liquidação Líquida Diferida (LDL) ou *Deferred Net Settlement* (DNS) é um tipo de sistema de liquidação no qual, dentro do sistema, são apurados saldos líquidos de ativos e de recursos financeiros, com o saldo final, seja a crédito ou débito, de cada participante, são efetuados os lançamentos para a efetiva liquidação mediante pagamento ou recebimento do saldo final apurado. Os sistemas LDL existem em contraposição ao sistema LBTR – Liquidação Bruta em Tempo Real – ou RTGS – *Real Time Gross Settlement* – onde dada operação é individualmente liquidada em tempo real, sem que haja apuração de saldo final. O sistema de reservas bancárias do Banco Central do Brasil opera na modalidade RTGS desde a estruturação do Sistema de Pagamentos Brasileiro. Dessa forma, a Câmara da B3 que apura os saldos líquidos de recursos financeiros e de ativos procedendo à liquidação definitiva através do STR, para o saldo financeiro, e dos sistemas/registros da central depositária para os ativos. Vide BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Real Time Gross Settlement Systems Report*. Mar. 1997. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/cpsp22.pdf>. Acesso em: 11 jun. 2021.

e natureza dos negócios sejam capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro)³⁶, que:

- (i) em relação a cada participante, assumam a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações³⁷;
- (ii) contem com mecanismos de salvaguardas (exigências de garantias, regras para compartilhamento de perdas, execução direta de ativos em custódia) que assegurem a certeza de liquidação das operações³⁸;
- (iii) segreguem patrimônio especial (patrimônio de afetação) para, exclusivamente, garantir a liquidação das obrigações existentes no sistema sob sua responsabilidade³⁹;

c. dispõe que os bens que constituem o patrimônio de afetação da câmara e os bens oferecidos em garantia pelos participantes no sistema da câmara são impenhoráveis e nem podem sofrer qualquer tipo de constrição judicial, exceto se para cumprir obrigações da câmara assumida por ser contraparte nos termos determinados pela lei⁴⁰; e

d. assegura que os regimes de falência, liquidação extrajudicial e intervenção a que forem submetidos participantes da câmara não afetarão o adimplemento das obrigações assumidas no âmbito desta^{41 42}.

Por força da Lei nº 10.214/01, temos que a *Clearing* da B3 é obrigada a assumir a posição de contraparte central e, assim, assegurar o cumprimento das obrigações decorrentes dos negócios, fruto das ofertas inseridas no sistema de negociação, que foram registrados e aceitos⁴³. A *Clearing* da B3 procederá à compensação e liquidação, agindo como uma câmara de liquidação diferida líquida (câmara LDL).

Ao analisarmos o Manual de Administração de Risco da Câmara de Compensação e Liquidação da B3 (“Manual de Risco”)⁴⁴, verifica-se que todas as exigências feitas pela Lei nº 10.214/01 são cumpridas, pois a *Clearing* da B3 conta com patrimônio

36 Além da Lei nº 10.214/01, vide art. 8º do Regulamento anexo à Circular nº 3.057, de 31/08/01, alterado pelo Circular nº 3.437, de 13 fev. 2009.

37 Art. 4º caput da Lei nº 10.214/01.

38 Art. 4º, §§ 2º e 3º da Lei nº 10.214/01.

39 Art. 5º da Lei nº 10.214/01.

40 Art. 6º da Lei nº 10.214/01.

41 Art. 7º da Lei nº 10.214/01.

42 No mesmo sentido e complementando esta regra, vide arts. 193 e 194 da Lei nº 11.101, de 9 fev. 2005.

43 Conforme descrito no Glossário da B3, disponível em <http://www.b3.com.br/data/files/0C/F3/23/24/D597061099BE5706790D8AA8/Glossario-20170828.pdf>, o “registro” consiste em “ato de formalização e inscrição de uma operação ou ativo em ambiente de negociação, ambiente de registro e na câmara, bem como de guarda e depósito do ativo em central depositária, no emissor e no escriturador por este contratado.” e a “aceitação” consiste em “estágio inicial do processo de liquidação, por meio do qual a B3 torna-se contraparte central para fins de liquidação de operações pelo saldo líquido multilateral.” Assim, os contratos já nascem com a câmara de compensação como contraparte, pois o registro na *Clearing* ocorre em tempo real no momento em que esta recebe do sistema de negociação as informações relativas às operações realizadas.

44 Disponível em: <http://www.b3.com.br/data/files/8C/12/AC/50/CAA26103B55AA26790D8AA8/Manual%20de%20Administra%C3%A7%C3%A3o%20de%20Risco%20da%20C%C3%A2mara%20BMFBovespa%20--%2020180409.pdf>. Acesso em: Ago. 2018.

especial segregado para assegurar exclusivamente a liquidação de operações em que atua como contraparte central, conta com um fundo de liquidação e possui estrutura de gerenciamento de riscos com coleta e administração de garantias.

9.7. Atividades e prestadores de serviço na pós-negociação de ações

O sistema jurídico e o mercado de capitais brasileiros já acolheram a desmaterialização dos valores mobiliários. Hoje, as ações e debêntures, praticamente em sua totalidade, existem e circulam de forma desmaterializada, escritural. Os valores mobiliários escriturais são condição essencial e pressuposto para a edificação de um sistema eletrônico de liquidação de valores mobiliários, e o mercado brasileiro possui embasamento jurídico claro e sólido, que confere segurança jurídica para a existência de valores mobiliários escriturais, e compatível com o desenvolvimento tecnológico e estrutural das instituições participantes do mercado de capitais.

Com relação às ações, obrigatoriamente, estas devem ter forma nominativa, por força da Lei nº 8.021/90, e as ações escriturais foram amplamente aceitas pelos emissores e pelo mercado.

Em se tratando de ações, no mercado brasileiro até a presente data, cabe à B3, além de manter o único sistema eletrônico de negociação de ações⁴⁵, ser o depositário central. Dessa forma, a B3, como já dito, além de ser ambiente de negociação, é sistema de liquidação de valores mobiliários e depositário central do mercado brasileiro de ações.

Como atualmente não há mais valores mobiliários ao portador no Brasil, e as ações nominativas representadas por certificados, ao menos no caso das companhias abertas, não são usadas de forma corrente, não há o que se falar em imobilização, havendo, na prática do mercado brasileiro atual, a desmaterialização.

Entretanto, a desmaterialização, segundo a ordenação pátria, é uma opção da companhia emissora que pode escolher se valer da forma de ações escriturais, conforme lhe faculta o artigo 34 da Lei nº 6.404/76.

Havendo opção estatutária pelas ações escriturais, a companhia emissora deverá contratar uma instituição financeira autorizada pela CVM para a prestação de tal serviço.

45

Tanto mercado de bolsa como mercado de balcão organizado.

9.7.1. Prestador de serviços de escrituração de valores mobiliários

As instituições financeiras que desejem prestar serviço de ações escriturais para companhias devem obter autorização na CVM, consoante a Instrução CVM nº 543, de 20 de dezembro de 2013 (“Instrução CVM nº 543”), que dispõe sobre a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários e de emissão de certificados de valores mobiliários.

Neste panorama, caso uma companhia decida, em seus estatutos, pela forma de ações escriturais, esta deverá contratar uma instituição autorizada pela CVM, o “escriturador”, para que esta instituição passe a fazer o controle e registro das ações. Com isso, os registros do escriturador serão o livro de registro dos acionistas⁴⁶. A identificação de cada acionista, obrigatória por se tratar de ação nominativa, com a quantidade de ações de sua propriedade, será feita por meio da conta de ações escriturais aberta em nome do acionista junto ao escriturador. Assim, a quantidade creditada de ações da companhia emissora na conta do acionista equivale à sua parcela de participação no capital social da emissora e o legitima para o exercício de seus direitos. Na hipótese de venda de participação acionária do acionista, este deve solicitar que a quantidade correspondente às ações vendidas seja transferida para o acionista comprador. Caso o comprador já seja acionista também, basta a redução, mediante débito, da quantidade de ações na conta de ações escriturais do vendedor e o crédito correspondente na conta de ações escriturais do comprador; se envolver um novo acionista como o comprador, antes é aberta uma conta de ações escriturais para este novo acionista na instituição escrituradora para, então, receber o crédito das ações que adquiriu⁴⁷.

9.7.2. Depositário central e Custodiante.

O funcionamento de um sistema eletrônico de liquidação de operações com valores mobiliários pressupõe a existência de ações escriturais e, também, a sua centralização para que a liquidação dos negócios jurídicos possa ocorrer de forma ágil, segura e eficiente. O requisito da existência de ações escriturais, como já dito acima, foi atingido no mercado brasileiro. Entretanto, é preciso haver a centralização, pois, do contrário, a entrega de ações vendidas implicaria a solicitação de transferência nos registros de ações escriturais do escriturador de cada companhia emissora, isso traria riscos e atrasos. A operacionalização de um depositário central de valores mobiliários é regida pela Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013 (Instrução CVM nº 541).

Por força da lei e da regulamentação, a titularidade das ações é transferida para o depositário central, que exercerá, para os fins específicos e determinados de guarda, conservação e exercício de direitos, a propriedade fiduciária das ações recebidas em

46 Art. 100, § 2º da Lei nº 6.404.

47 Como já dito anteriormente, deve ser observado o art. 103 da Lei nº 6.404/76.

depósito, tratando-se, assim, de propriedade limitada e resolúvel⁴⁸. O que ocorreu foi um desmembramento da propriedade: o proprietário fiduciário (depositário central) é titular de parcela do domínio, a fim de poder exercer em nome do beneficiário (o acionista) os direitos inerentes às ações recebidas em depósito; o acionista permanece com a parcela restante do domínio, como, por exemplo, o direito de dispor das ações e o direito a voto.

A propriedade fiduciária referida no art. 41 da Lei nº 6.404/76 foi analisada com precisão por José Alexandre Tavares Guerreiros que ensina:

*“a propriedade fiduciária de ações foi instituída por força da nova redação que se deu ao art. 41 da Lei das Sociedades por Ações, visando a disciplina dos serviços de custódia de ações fungíveis. Não se trata, portanto, de propriedade fiduciária em sentido amplo, mas de modalidade adstrita unicamente à prestação de tais serviços, que incumbem às instituições autorizadas pela CVM.”*⁴⁹

Contextualizado, no mercado de capitais brasileiro, haverá, então, as seguintes figuras, já colocando a questão em termos práticos, segundo as regras vigentes emanadas da B3 em seu Regulamento da Central Depositária⁵⁰:

a. uma sociedade corretora ou outra instituição financeira autorizada pela CVM a prestar serviços de custódia nos termos da Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013 (“Instrução CVM nº 542”) aceita pela B3 como agente de custódia celebra que tenha celebrado um Contrato de Prestação de Serviços de Custódia de Ativos. Vale lembrar que, nos termos da cadeia de responsabilidades prevista no Regulamento de Operações da *Clearing* da B3 e no Manual de Risco, o comitente ou investidor se relacionará exclusivamente com o agente de custódia;

b. o agente de custódia que, a seu turno, deverá celebrar um Contrato de Prestação de Serviços de Custódia de Ativos com seu cliente, contemplando as cláusulas mínimas estipuladas no Regulamento de Operações;

c. a pedido do agente de custódia, após a formalização do vínculo contratual, a abertura na B3 de conta individualizada em nome do investidor ou cliente do agente de custódia, mas a sua movimentação, depósito e retirada de ativos da conta de custódia é feita exclusivamente pelo agente de custódia.

48 É resolúvel porque o investidor pode rescindir a qualquer tempo o contrato com a instituição depositária, nos termos do art. 41, § 1º da Lei nº 6.404. A propriedade fiduciária de ações ora em questão é aquela propriedade resolúvel prevista no art. 1.360 do Código Civil. Apesar do termo fiduciário empregado na Lei nº 6.404/76 não se trata da modalidade do art. 1.361 pois não envolve garantia ou direito real de garantia.

49 GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Propriedade Fiduciária de Ações*. In: Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. LOBO, Jorge. (Coord.). 1.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 51.

50 Disponível em: <http://www.b3.com.br/data/files/76/C3/A8/80/A597061099BE5706790D8AA8/regulamento-da-Central-Depositaria-da-BMFBOVESPA-20170828.pdf>. Acesso em ago. 2018.

No regime do depósito centralizado, as ações, tanto da carteira própria de instituição financeira habilitada como agente de custódia quanto daquelas de seus clientes, serão transferidas fiduciariamente para o Depositário Central, no caso a B3.

O Depositário central exercerá a propriedade fiduciária dessas ações nos termos dos artigos 41 e 42 da Lei nº 6.404/76. Portanto, no regime previsto na legislação brasileira, a propriedade fiduciária e as obrigações do proprietário fiduciário decorrem de prescrição legal que vedam o abuso e delimitam seus poderes. Desta feita, não há espaço para termos quebra de valores fiduciários calcados em confiança, pois, o que existe é cumprimento de normas legais⁵¹.

A operacionalização de tal transferência de propriedade fiduciária se dá com a anotação da B3, na qualidade de proprietária fiduciária, nos registros de acionistas da companhia emissora. Entretanto, esta não pode dispor das ações e nem exercer o direito a voto, salvo se expressamente autorizada.

No caso do mercado brasileiro, a instituição responsável pela liquidação das operações com ações é, também, o depositário central (sistema de liquidação de valores mobiliários e depositário central se confundem, havendo toda a pós-negociação a cargo da mesma instituição, a B3). Assim, a liquidação das operações com ações é ágil e segura, possibilitando a entrega sincronizada com pagamento, e a entrega pode ser definitiva, pois o lançamento escritural efetuado pelo depositário central, na data de liquidação da operação, atribui propriedade sobre as ações para o comprador (ou o beneficiário do crédito de ações).

Explicando, na prática, os negócios em bolsa são liquidados com a transferência de propriedade entre os compradores e vendedores efetuada por meio de lançamentos a débito e crédito nas contas de ativos mantidas no depositário central, sem haver alteração na conta de ações escriturais no escriturador. O escriturador altera seu registro ao atribuir a propriedade fiduciária para o depositário central (exclui o nome do acionista e insere o depositário central como proprietário fiduciário)⁵² e este credita a quantidade que recebeu deste acionista na conta mantida em seu nome nos seus sistemas e aberta a pedido do agente de custódia do qual o investidor é cliente⁵³. Dessa forma, a cada negócio ocorrido, o escriturador não é informado e nem precisa fazer qualquer registro, pois nas contas sob sua responsabilidade há um total de ações atribuídas ao depositário central. Para se conhecer os respectivos acionistas é preciso verificar as posições no depositário central, pois, nas contas ali criadas, identificam-se os acionistas e a quantidade de ações detidas. Nesse sentido, vide o artigo 31 da Lei nº 6.404/76, que dispõe que “a propriedade das ações nominativas presume-se pela

51 GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Propriedade Fiduciária de Ações. In: LOBO, Jorge. (Coord.). Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 51.

52 Este procedimento se chama, em jargão de mercado, bloqueio.

53 Itens 141 e 145 do Regulamento de Operações.

inscrição do nome do acionista no livro de ‘Registro de Ações Nominativas’ **ou pelo extrato que seja fornecido pela instituição custodiante, na qualidade de proprietária fiduciária das ações**” (grifo nosso). Caso, algum dia, o investidor deseje deixar o depositário central, o escriturador fará o inverso (transferir do nome do depositário central para o acionista e o depositário central debita ou extingue, conforme o caso, a conta que este mantém em seus sistemas).

Pelo exposto acima, para se negociar as ações em bolsa, elas devem estar depositadas no depositário central, caso contrário a liquidação seria impossibilitada. A Instrução CVM nº 461 prevê a obrigatoriedade de depósito centralizado para a negociação de valores mobiliários em mercados organizados⁵⁴.

9.7.3. Notas conclusivas sobre infraestrutura de pós-negociação

Assim, a guarda de valores mobiliários, principalmente ações, envolve⁵⁵:

a. o depositário central, regulado pela Instrução CVM nº 541, que centraliza a guarda ou custódia de determinados valores mobiliários e ativos financeiros e recebe do responsável pela liquidação das operações com valores mobiliários as instruções de transferência para proceder à entrega necessária para a liquidação das operações. No caso do depositário central, a guarda implica atribuição de propriedade. Ou seja, seus registros conferem propriedade sobre as ações para os investidores que têm posição acionária nos registros do depositário central, e as transferências que o depositário central efetua têm o condão de transferir a propriedade dos valores mobiliários sob os quais este recebeu a propriedade fiduciária, que possui sob sua guarda. Para o depositário central, guarda implica centralização com o intuito de transferência de propriedade definitiva. O depositário central costuma ser uma instituição por mercado, por questão de eficiência, não se encontram no mercado pluralidade de depositários centrais para o mesmo ativo, e o depositário central costuma ser ligado ao sistema eletrônico de liquidação, podendo ter relações também com as bolsas de valores. Um ponto importante é que o depositário central, como regra geral, não se relaciona com os investidores finais⁵⁶ e, sim, com seus participantes aceitos;

b. os custodiantes, regulados pela Instrução CVM nº 542, que prestam serviços referentes à guarda e administração de direitos atribuídos a ativos por decisão e

54 Art. 3º, II da Instrução CVM nº 461.

55 As instituições cujas atividades serão descritas, além de estarem envolvidas no processo de guarda, custódia e depósito, interagem e dependem umas das outras.

Uma descrição resumida de tudo o que foi dito: os acionistas que desejarem vender suas ações em bolsa e aqueles que as comprem em bolsa terão suas ações depositadas na central depositária da bolsa, cujo nome (nome da bolsa/câmara/central depositária) figurará como proprietária fiduciária nos registros do agente escriturador e os acionistas chegarão à central depositária por meio de um agente de custódia que se relaciona com a central depositária; isto prova a coexistência e interação das três figuras, mas é preciso ter clareza de sua atuação, pois, muitas vezes, tornaram-se uma pelas outras e as responsabilidades e limites de atuação podem não ser claros para todos, sobretudo para o público investidor.

56 O fato de o relacionamento do depositário central ser com seus participantes e destes com seus clientes não impede o depositário central de identificar os investidores clientes do participante. A B3 atua dessa forma, seu acesso é feito por agentes de custódia, mas todos os investidores são identificados, por isso é um depositário central transparente.

escolha de seus clientes. Assim estes são contratados pelos investidores interessados nos serviços oferecidos. Em relação ao custodiante, a guarda de ações e outros valores mobiliários, significa assegurar, controlar e fazer com que os valores mobiliários do cliente sejam devidamente registrados na titularidade do cliente onde quer que devam estar registrados (no escriturador ou em um depositário central), fiscalizar para que a quantidade não seja alterada indevidamente a fim de que seu cliente sempre possa receber seus valores mobiliários e tê-los disponível para o uso que lhe aprouver. O termo *custodiante* pode causar confusão, pois pode significar (i) o participante com acesso ao depositário central (na estrutura da *Clearing* da B3, chamado de agente de custódia), ou seja, aquele que se relaciona com o depositário central e é o elo de contato com os investidores finais, e (ii) pode significar uma instituição devidamente autorizada a prestar serviços referentes à guarda e controle de ativos para fundos de investimento ou investidores estrangeiros. Merece mencionar que, ao contrário do depositário central, os custodiantes tendem a ser numerosos e concorrerem entre si, muitas vezes se especializando em nichos de mercado e perfis de investidores; e

c. O escriturador, regulado pela Instrução CVM nº 543, instituição responsável por manter a escrituração das ações das companhias. Dessa forma, a companhia emissora contrata uma determinada instituição autorizada para a prestação do serviço de ações escriturais. No caso de ações objeto de negócio em bolsa ou que estejam no depositário central, será necessária a transferência nos registros do escriturador da propriedade sobre as ações para o depositário central, mas na qualidade de propriedade fiduciária.

9.8. Bibliografia

BANCO CENTRAL EUROPEU (ECB); COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (CERS). Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union. September 2004 Report. Disponível em: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb-cesr-standardssecurities2004en.pdf>. Acesso em: jan. 2016.

BANCO DAS COMPENSAÇÕES INTERNACIONAIS (BIS). Real Time Gross Settlement Systems Report. mar. de 1997. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/cpss22.pdf>> e em <<http://www.bcb.gov.br/htms/spb/LBTR.pdf>>. Acesso em: jan. 2016.

_____. Recommendations for Securities Settlement Systems. Committee on Payment and Settlement Systems. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, nov. de 2001. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/cpss46.pdf>>. Acesso em: jan. 2016.

BENJAMIN, Joanna. Financial Law. 1. ed. Oxford: Oxford University Press, 2007.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2. ed. São

Paulo: Saraiva, 1997.

_____.; EIZIRIK, Nelson. A Nova Lei das S/A. São Paulo: Saraiva, 2002.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Propriedade Fiduciária de Ações. In: Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da lei 10.303, de 31.10.2001. LOBO, Jorge. (Coord.). 1.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 51-59

NOGUEIRA, André Carvalho. Propriedade fiduciária em garantia: o sistema dicotômico da propriedade no Brasil. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 39, p. 56-78, 2008.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Aspectos jurídicos da pós-negociação de ações. São Paulo: Almedina Brasil, 2013

_____. Clearing Houses: Aspectos jurídicos relevantes e seu papel no mercado de capitais e no sistema de pagamentos brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 27, p. 64-83, 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. 7ª. Ed. – São Paulo: Atlas, 2014., pag. 109

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro. Comentários aos Artigos 193 e 194. In: Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes. (Coord.). 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

WALD, Arnoldo. O regime jurídico das ações escriturais. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 26, n. 67, p. 17- 31, jul./set. 1987.

10 DERIVATIVOS E SUA REGULAÇÃO NO BRASIL

ÉRICO RODRIGUES PILATTI

*ADVOGADO. MESTRE EM DIREITO TRIBUTÁRIO PELA FACULDADE DE
DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO. ESPECIALISTA EM DIREITO
DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS PELO IBMEC - SÃO PAULO E
EM DIREITO TRIBUTÁRIO PELO INSPER.*

Ao se tratar do mercado de capitais, rapidamente faz-se a vinculação ao mercado à vista de valores mobiliários, em especial às ações de emissão de sociedades anônimas abertas (companhias). Contudo, há outro grupo de valores mobiliários que se destaca já há anos pela particular função a que se destina de proteção financeira contra o risco de oscilação de preços ou de taxas e pela importância que tem assumido junto aos participantes do mercado e às companhias: os denominados instrumentos derivativos (os quais serão aqui denominados, simplesmente, derivativos¹).

Assim, o presente capítulo busca fornecer ao leitor uma base conceitual sobre os derivativos, apresentando seus pressupostos (em especial econômicos), os elementos que compõem sua definição, sua base legal e regulatória, suas características, possíveis classificações, bem esclarecer as principais controvérsias a eles relacionadas².

10.1. Conceito e definição

Antes de se adentrar em definições legais e econômicas, mostra-se pertinente, para melhor entendimento do tema, dissecar o termo derivativo para, a partir daí, analisar seus elementos e as razões de seu surgimento.

O termo “derivativo” é quase autoexplicativo: algo que deriva seu conteúdo (ou parte dele) de um elemento que lhe é externo, mas com o qual está vinculado (justamente em razão da derivação levada a efeito). Esta construção é simples quando realizada em âmbito mental, etéreo, mas deve-se lembrar que é necessária a concretização desse conceito de derivação para que se possa materializar um “derivativo”. Para tanto, nada mais adequado do que se colocar a termo, em meio físico ou escritural, aquilo que se visa ter como o resultado de uma derivação, com referência expressa ao objeto referido.

Pode-se, assim, colocar a termo a forma como determinada derivação ocorrerá a partir de um objeto específico, sendo possível modelar como se dará esta ocorrência. Para tanto, e a fim de que se tenha segurança acerca dos termos desta derivação, deve-se recorrer a um instrumento que, embora tenha como base um instrumento contratual, não é em sua essência jurídico, mas sim financeiro.

No caso, os derivativos têm o seu preço derivado de um outro ativo financeiro, *commodity*, índice ou taxa, que corresponde ao seu ativo-objeto (ou, ainda, denominado de referência ou subjacente) e com o qual está vinculado para fins de formação do preço ao longo da vida do derivativo e/ou quando de sua liquidação futura.

Além de ter seu preço referenciado (mas não idêntico, com exceção do momento de sua liquidação no vencimento) a um ativo-objeto, outra característica peculiar aos

¹ Conforme será aqui apresentado, os derivativos são formatados como instrumentos contratuais reconhecidos pela legislação como instrumentos financeiros em razão de suas características.

² Em razão do objetivo mais abrangente do presente capítulo, não será possível apresentar algumas discussões eventualmente existentes acerca dos temas aqui abordados.

derivativos é a sua liquidação em data futura. As operações com derivativos sempre pressupõem a celebração de uma operação para a consecução de sua liquidação apenas em data futura, seja por liquidação física ou financeira.

O derivativo é um acordo de vontades por meio do qual duas partes, em atendimento aos seus interesses diversos, porém complementares, decidem celebrar um instrumento no qual se define o preço ou as condições para liquidação em data futura, considerando um determinado ativo-objeto.

É, portanto, um contrato bilateral atípico (uma vez que não previsto dentre os contratos típicos do Código Civil), com obrigações para ambas as partes (eventualmente não bilaterais) sujeito a liquidação em data futura, por ventura sujeita à condição suspensiva, e que pode, uma vez observada esta estrutura, ser desenhado de diferentes formas, conforme será mais bem detalhado em item específico deste capítulo. E, conforme previsão legal (Lei nº 6.385, de 1976), o derivativo é enquadrado como um valor mobiliário, sujeitando-se, portanto, às disposições aplicáveis a este conjunto de ativos financeiros.

Além disso, é importante observar que, como a formação do preço dos derivativos é resultante da formação do preço de seu ativo-objeto no mercado à vista, com convergência de preços na data da liquidação futura, pode-se afirmar que os derivativos representam a forma de se negociar a oscilação de preços de seus ativos objetos, sem a necessidade de ocorrer a negociação física deste ou o eventual desembolso financeiro integral do preço do ativo por uma das contrapartes.

Os derivativos são, assim, instrumentos financeiros que possuem seu preço referenciado àquele de um ativo-objeto e que se liquidam em uma data futura, sendo enquadrados por lei como valores mobiliários, integrando, portanto, o arcabouço jurídico dos instrumentos negociados e registrados sob a égide dos princípios e regras do mercado de capitais, bem como sujeitando-se à regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e, especificamente no que tange às instituições financeiras e sua atuação com derivativos, à regulamentação do Banco Central do Brasil (Bacen), como será adiante exposto.

10.2. Funções, finalidades e origens

A definição de derivativo é, conforme acima explanado, simples e objetiva. Em qualquer de suas formas de contratação, uma vez observadas as características acima descritas, estar-se-á diante de um derivativo.

E, como contrato que é, sua finalidade (objeto ou objetivo) encontra-se nele estabelecida (ou nos regulamentos das entidades administradoras de mercados organizados nas

quais ele é negociado ou registrado), devendo o derivativo observar as condições nele estipuladas para, ao fim, ser liquidado, com eventual³ liquidação financeira ou física.

Mas, afinal, qual a função de um derivativo? Para que ele serve? Para que possamos contextualizar a resposta, é importante descrever brevemente a origem dos derivativos.

O conceito de derivativo como instrumento financeiro surgiu no século XVII, no Japão feudal⁴, em uma operação comercial registrada para entrega futura de arroz, modalidade esta hoje conhecida como contrato a termo. Uma conjugação de fatores permitiu esse surgimento: (i) em primeiro lugar, os grandes proprietários rurais e os senhores feudais, preocupados com a irregularidade das receitas decorrentes da produção do arroz (afetadas por fatores alheios ao seu controle, como os climáticos) e da parcela que lhes cabia como arrendadores de terras, fizeram com que se iniciasse a remessa do excedente da produção de arroz para os principais centros urbanos, onde havia forte expansão monetária e o arroz poderia ser estocado para contínua comercialização; (ii) antes que o arroz fosse vendido, contudo, e para obtenção imediata de recursos monetários, os senhores das terras começaram a vender recibos de armazenagem do arroz estocado em armazéns urbanos ou rurais; e (iii) os comerciantes começaram a se mostrar interessados nesses recibos, uma vez que, por estarem também sujeitos aos fatores de risco da produção do arroz, bem como à volatilidade de preço dessa mercadoria, a aquisição do recibo representava a certeza da mercadoria no futuro a um preço previamente pactuado, mitigando riscos de preço.

Esses interesses fomentaram o desenvolvimento das operações com recibos de mercadoria para entrega futura, e, com o passar do tempo, a fim de facilitar transações comerciais, esses recibos de arroz tornaram-se amplamente aceitos como moeda corrente, a ponto de, em algumas regiões, apenas os contratos para liquidação futura poderem ser negociados (não mais o arroz físico). Isso levou o governo imperial japonês a reconhecer oficialmente o mercado de recibos para liquidação futura como se fosse um mercado de arroz efetivamente comercializado, recebendo o recibo (registro escritural) da mercadoria o mesmo valor que esta.

Com o tempo, o derivativo começou a ser utilizado em outras praças comerciais. Já no final do século XIX, a Chicago Board of Trade⁵, uma das primeiras bolsas de mercadorias (commodities) do mundo, tornou possível a negociação com derivativos de commodities.

Mas foi nos idos da década de 1970 do século passado que os derivativos adquiriram suas feições atuais⁶, experimentaram novo estímulo e começaram a ser mais demandados

3 Em razão das operações de opções, que podem não resultar em liquidação física ou financeira quando do vencimento do contrato, conforme será esclarecido em tópico específico.

4 SZTAJN, Rachel. Futuros e Swaps: uma Visão Jurídica. São Paulo: Cultura Paulista, 1999, p. 159.

5 Disponível em: <http://www.cmegroup.com/company/cbot.html>. Acesso em 2021.

6 YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, 2ª Ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 106-108.

pelos agentes do mercado, tendo em vista grandes mudanças verificadas no cenário internacional, em especial no sistema mundial de câmbio, o qual, com o fim do padrão câmbio-ouro⁷, ficou sujeito a fortes oscilações nas paridades das moedas e nas taxas de juros, aumentando o risco para os investidores e para as políticas econômicas dos países.

Por outro lado, verificava-se o crescimento do comércio mundial e a globalização da economia, com o consequente aumento da circulação do capital em âmbito internacional, e, portanto, o aumento da demanda dos agentes econômicos pela proteção de seus investimentos (materiais, como as commodities, e também imateriais, como os juros) e por formas mais eficientes de financiamento.

Esse processo resultou na criação de uma gama de instrumentos financeiros que tinham por principal objetivo reduzir o risco de variação cambial e de juros para as contrapartes envolvidas em transações comerciais, internas e externas. Como consequência, observou-se o crescimento e o aperfeiçoamento dos mercados de derivativos e de seus instrumentos.

O que há de comum entre os fatos históricos acima narrados? Sem dúvida, a necessidade verificada pelos agentes econômicos (produtores primários, industriais, comerciantes, instituições financeiras, investidores institucionais e investidores individuais) em mitigar os riscos decorrentes da oscilação de preços de suas mercadorias e de seus investimentos em ativos financeiros. E é a partir daqui que se pode explorar a razão de ser dos derivativos.

No início do desenvolvimento dos mercados financeiros, os derivativos foram criados como forma de proteger os agentes econômicos contra os riscos decorrentes de flutuações de preços, durante períodos de escassez e superprodução, por exemplo. Entretanto, o desenvolvimento e complexificação dos mercados exigiu a evolução em mesma linha dos derivativos, que passaram a abranger a proteção contra riscos gerados por outros ativos, não apenas mercadorias, mas também financeiros.

Assim, como finalidade precípua, o derivativo visa a ser um instrumento de liquidação futura, observadas as condições nele previamente estabelecidas. Contudo, a sua função é mais abrangente, pois pretende, primordialmente, mitigar riscos das contrapartes envolvidas em sua operação, sendo certo que estas contrapartes podem também ter interesses não apenas de proteção, mas também de arbitragem e de especulação.

No que se refere à função de proteção contra riscos, os derivativos atuam de modo a facilitar a repartição (ou transferência adequada) do risco entre os agentes econômicos. Isso ocorre porque os agentes, ao buscarem proteção no mercado de derivativos contra

⁷ Que resultou no fim da vinculação entre o valor do dólar e o do ouro, deixando o ouro de ser considerado como um meio de pagamento, levando o sistema de câmbio internacional a atuar no chamado esquema das taxas flutuantes de câmbio.

a oscilação do ativo a que estão expostos, atuarão em posição contrária àquela em que se encontra o ativo (mercado à vista), de modo a minimizar perdas financeiras decorrentes de alterações adversas no preço do ativo. Logicamente, para que alguns mitiguem seus riscos por meio da realização de operações com derivativos, outros devem estar dispostos a tomá-los.

Exemplificando: se um determinado produtor de café está sujeito ao risco do preço do café no momento da colheita da safra e, portanto, está comprado em relação ao café físico, terá de abrir posições vendedoras no mercado de liquidação futura de café, de modo a travar o valor pelo qual entregará o café. Na outra ponta da operação, existe um torrefador de café, preocupado também com o preço do café que terá de comprar para a moagem. Contudo, o torrefador está vendido em relação ao café físico, e terá de abrir posições compradoras no mercado de liquidação futura de café para travar o custo que terá com a sua aquisição. Ao fim, o que ocorre é a venda do café pelo produtor ao torrefador a um preço que ambos entendem, no futuro, ser adequado para, respectivamente, cobrir seus custos de produção e de aquisição para a moagem e posterior revenda, com um lucro mínimo adequado para ambos, mitigando-se riscos de oscilação de preço e falta de mercadoria.

Há situações nas quais os agentes econômicos podem não ter em mente a utilização dos derivativos como forma de proteção contra risco do ativo objeto, mas sim para fins do que se denomina “arbitragem”.

Nessa hipótese, os agentes econômicos buscam obter ganhos financeiros como resultado da diferença de preços de um mesmo ativo que se encontra negociado em diferentes mercados de derivativos, e que possui preços diferenciados em razão de discrepâncias existentes no processo de formação de preço de cada praça (local) de negociação. A atuação desses agentes, denominados de arbitadores, acaba por trazer ganhos não apenas a eles, mas também ao processo de formação de preços dos mercados nas praças em que atuam, uma vez que, pela lei da oferta e da demanda, a sua atuação constante em busca da diferença de preços reduz as variações existentes e converge os mercados para preços menos discrepantes.

Há, ainda, uma terceira hipótese de atuação dos agentes econômicos em relação ao uso dos derivativos, na qual estes são objeto de atuação especulativa. Estas operações ocorrem quando o agente econômico assume uma posição⁸ no mercado de derivativos sem possuir uma posição correspondente no mercado à vista (ou seja, não serve para fins de proteção), e sem a intenção de realizar operações de arbitragem entre mercados. O que se objetiva com esta operação especulativa é atuar em linha com a tendência de preço do mercado, de modo a obter ganho financeiro, ao passo que se

8 Posição é o termo utilizado pelo mercado para denominar o saldo líquido de contratos detidos por uma contraparte para uma determinada data e em relação a um determinado vencimento do contrato. A depender da situação do saldo líquido de contratos, que pode ser comprada ou vendida, diz-se que o investidor está *short* (vendido) ou *long* (comprado) para um determinado contrato e seu vencimento.

assume a totalidade do risco da operação, visto que não há uma posição do ativo no mercado à vista ou físico.

Tendo em vista seu objetivo precípuo de ganho financeiro, a utilização de derivativos para fins especulativos é, por vezes, interpretada de forma inadequada como sendo danosa ao mercado. Contudo, é a atuação especulativa e o apetite a risco dos agentes econômicos que permitem se verificar a adequada liquidez de ofertas e demandas nos mercados de derivativos, uma vez que nem sempre há posições opostas de compra e venda de forma simétrica entre os agentes econômicos que pretendem apenas mitigar riscos ou arbitrar. São essas operações especulativas que, uma vez tendo seus agentes econômicos atendido às exigências e às obrigações necessárias para atuação nos mercados de derivativos, permitem aos agentes encontrar posições opostas no mercado.

Deve-se atentar também para o efeito de alavancagem dos derivativos, que decorre do fato de que o capital necessário para adquirir uma posição de derivativo é muito menor do que o capital que seria necessário para adquirir o ativo objeto desse derivativo no mercado à vista. Em decorrência desse efeito, pode-se aumentar a rentabilidade total de investimentos em derivativos, mas, por outro lado, deve-se atentar para o risco que se assume com relação às obrigações decorrentes do derivativo, que serão liquidadas em data futura ou periodicamente (por meio de ajustes diários, conforme será adiante analisado).

Uma vez analisadas a finalidade e as funções dos derivativos, passa-se agora a indicar quais são os riscos existentes no mercado e como eles podem ser mitigados pelos derivativos.

10.3. Riscos verificados no mercado⁹

Os investidores que realizam operações com derivativos normalmente o fazem para o fim de proteção contra eventual oscilação de preços, taxas ou índices de seus ativos ou *commodities* no mercado à vista. Ou seja, buscam um meio de proteção em relação a essa possível variação, que está fora de seu controle. Há também outros fatores que podem impactar diretamente as operações realizadas, como a possibilidade de inadimplemento e de falta de liquidez, bem assim eventos de caráter operacional ou regulatório. A essa probabilidade de ocorrência de uma incerteza que possa afetar diretamente uma operação, um ativo, ou mesmo o mercado como um todo, com possibilidade de perdas financeiras que vão desde um pedaço do valor investido até vários múltiplos desse valor, dá-se o nome de risco.

⁹ YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, 2ª Ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 22-24.

Assim, para mitigar o risco de preço no mercado à vista, os investidores recorrem ao mercado de derivativos. Ocorre que, embora o mercado de derivativos possa atuar de forma eficiente na proteção buscada pelos investidores, a ele são inerentes outros riscos (para os quais também existem mitigadores), que podem ser agrupados em 4 tipos: (i) risco de crédito; (ii) risco de liquidez; (iii) risco de mercado e (iv) risco operacional. Esses riscos não existem isoladamente, estando interligados.

O risco de crédito decorre da possibilidade de inadimplência (total ou parcial) das obrigações devidas por uma das contrapartes em uma operação. É vinculado à solvência da contraparte e da sua capacidade de honrar seus compromissos, e normalmente refletido em um rating concedido por uma agência de rating. Quanto maior o risco de crédito assumido por uma contraparte, maior é a rentabilidade esperada (a fim de compensar o risco aceito).

No mercado de derivativos de bolsa, a liquidação de todas as posições é assumida pela câmara de compensação e liquidação, que se torna contraparte central de todas as posições, vendedoras e compradoras, realizando as liquidações por meio de liquidação multilateral líquida. Este fator, atrelado ao aporte de margem de garantia pelos investidores, mitiga sensivelmente o risco de crédito, uma vez que todo o mercado passa a correr o risco da câmara de compensação e liquidação, não tendo de analisar o risco de crédito de cada contraparte.

Já no mercado de derivativos de balcão organizado, pode haver a opção pela liquidação por meio de uma câmara de compensação e liquidação, com aporte de margem de garantias, mas a maior parte das operações com derivativos é realizada diretamente entre as partes e registrada no ambiente de balcão organizado, sem a existência de uma contraparte central garantidora, fazendo com que cada parte corra o risco de crédito de sua contraparte.

O risco de liquidez advém de uma possível dificuldade em se encontrar uma contraparte para a realização de operação a mercado, por ausência de interesse na negociação de determinado ativo ou, ainda, de que ele seja negociado a determinado nível de preço. Os mercados podem ser mais ou menos líquidos, a depender do ativo ou derivativo negociado, sendo o risco inversamente proporcional ao aumento da liquidez.

Uma vez que as operações dos investidores não são, normalmente, únicas e isoladas, o risco de liquidez pode impactar a capacidade financeira de um investidor, que se vê incapaz de alienar determinado ativo para fazer caixa, resultando em eventual aumento do risco de crédito. Há vinculação entre os riscos, como dito acima.

O risco de mercado é o mais abrangente e de difícil controle de todos. Pode levar à valorização ou à desvalorização de um ativo ou de um mercado como um todo, em razão de alterações em fatores políticos, econômicos, jurídicos (regulatórios) ou mesmo ambientais. Também pode impactar uma determinada companhia ou emissor

de ativos e de títulos, em razão de situações específicas a que esteja sujeito. E está estritamente vinculado a informações divulgadas aos participantes do mercado.

Por fim, o risco operacional é aquele que se origina de problemas logísticos e operacionais, não financeiros, tais como falha de um sistema eletrônico, erro humano e queda de energia. É mitigado, em parte, pelo aumento da automação dos processos relacionados às operações e também pela criação de sistemas e ambientes de redundância e de salvaguarda. A sua ocorrência pode levar ao aumento do risco de crédito (pela ocorrência de uma inadimplência operacional) ou de liquidez (em razão da impossibilidade tecnológica para se desfazer ou adquirir uma posição).

Tendo esses riscos em mente, passa-se a analisar os derivativos em suas diferentes classificações e tipos.

10.4. Classificação dos derivativos

Os derivativos podem ser classificados a partir de diferentes critérios¹⁰, sendo os mais relevantes os critérios (i) de padronização e (ii) de categoria de ativo-objeto (também chamado de subjacente ou de referência).

10.4.1. Derivativos padronizados e não padronizados

Segundo o critério de padronização, os derivativos podem ser classificados como (i) padronizados ou (ii) não padronizados, a depender da possibilidade de livre contratação entre as contrapartes acerca das especificações dos contratos, resultando dessa classificação a diferenciação entre os ambientes nos quais podem ser negociados ou registrados os derivativos.

Os derivativos não padronizados podem ter suas especificações determinadas diretamente entre as contratantes, possibilitando que estas ajustem preço, quantidade, ativo-objeto, cotação, local de entrega, data de vencimento, forma de cálculo em caso de antecipação, dentre outras. Dessa negociação resulta um derivativo que não é intercambiável, uma vez que as especificações nele definidas geram direitos e obrigações para as contrapartes, que servem ao atendimento de suas necessidades, mas dificilmente atenderão aos interesses de outras contrapartes, inviabilizando a transferência das obrigações e dos direitos dele decorrentes. Acabam as contrapartes, portanto, vinculadas por meio do derivativo até o seu vencimento (seja ele a data final do contrato ou uma data anterior na qual se verifique um evento previamente definido para a antecipação do vencimento do contrato).

¹⁰ Não confundir os critérios de classificação dos derivativos com os seus diferentes tipos, conforme será exposto em tópico específico neste capítulo.

Esses derivativos são objeto de contratação privada entre as contrapartes, mas, posteriormente à sua celebração, devem (nos termos do art. 2º, §4º, da Lei nº 6.385/76, com a alteração promovida pela Lei nº 12.543/11) ser levados a registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro, sendo o registro uma condição de validade dos derivativos celebrados a partir da data de entrada em vigor da Medida Provisória nº 539/11 (posteriormente convertida na referida Lei nº 12.543/11).

Objetivou o legislador brasileiro, com esta determinação, conferir maior segurança ao sistema financeiro, uma vez que, a partir do registro em uma entidade autorizada a administrar mercados organizados de balcão (balcão organizado) e em câmaras ou prestadores de serviços de compensação, de liquidação e de registro, as informações sobre os derivativos são prestadas diretamente aos reguladores (CVM e Bacen), podendo estes atuar dentro de suas respectivas competências de supervisão, de modo a evitar eventuais danos a contrapartes e à segurança sistêmica do mercado.

Por outro lado, os derivativos padronizados, como a própria classificação já prediz, não podem ter suas especificações ajustadas entre as contrapartes, com exceção do preço e da quantidade. Estes contratos possuem especificações previamente definidas para o fim de se tornarem padronizados, uniformes e, com isso, poderem ser fungíveis em termos de direitos e obrigações entre as contrapartes interessadas. Tendo em vista que os direitos e obrigações são idênticos para toda e qualquer contraparte que se posicionar de forma compradora ou vendedora em um contrato padronizado, torna-se possível a cessão desses direitos e obrigações, permitindo a liquidez dos derivativos padronizados.

Por esse motivo, os derivativos padronizados são passíveis de negociação em ambientes de mercado organizado de bolsa, uma vez que as posições das contrapartes são fungíveis e permitem a sua alteração. Evidentemente, tais derivativos são padronizados e colocados para negociação pelas bolsas de forma a atender os interesses da maior parte dos investidores em relação a ativos-objeto, prazos de vencimento e cotações.

Importante destacar que as operações com derivativos padronizados, realizadas (ou negociadas) em bolsa, são, posteriormente à sua celebração, objeto de registro pela bolsa perante as câmaras de compensação e liquidação autorizadas pelo Bacen e pela CVM, tornando-se tal câmara contraparte central (CCP) das operações com derivativos padronizados. Ao assumir a posição de contraparte central, a câmara tornam-se compradora de todos os vendedores e, simultaneamente, vendedora de todos os compradores, assegurando o cumprimento de todas as obrigações assumidas no mercado em que atua, administrando, para tanto, os riscos envolvidos no negócio, desde os riscos de crédito e de liquidez, até os riscos operacionais (incluindo os legais) e de mercado envolvidos na liquidação da operação, sendo que, para assim atuar, solicitam garantias das contrapartes envolvidas na operação.

A mesma sistemática só é observada nas operações de derivativos não padronizados quando estes forem registrados em ambientes de balcão que permitam a vinculação a câmaras de compensação e liquidação hábeis a prestar o serviço de liquidação, tornando-se contraparte central da operação, exigindo, para tanto, garantias das contrapartes.

Para a maioria das operações de derivativos não padronizados registradas em ambiente de balcão, entretanto, cada parte está sujeita ao risco de inadimplemento da contraparte, sendo a liquidação da operação realizada diretamente entre as contrapartes envolvidas, sem o envolvimento de uma câmara de compensação e liquidação ou a necessidade de apresentação de garantias.

10.4.2. Derivativos classificados pela categoria do ativo-objeto

Os derivativos também podem ser classificados de acordo com as diferentes categorias de seus ativos-objeto, sendo eles normalmente divididos em (i) derivativos agropecuários, que possuem como ativo-objeto *commodities* e seus indicadores, tais como café, boi gordo, milho, soja; (ii) derivativos financeiros, que possuem como ativo-objeto índices (financeiros e não financeiros), taxas e moedas, tais como Ibovespa B3, DI, dólar, ações; e (iii) derivativos de energia e climáticos, que possuem como ativo-objeto elementos e ou fatores tais como energia, clima, tufões.

Em relação às características de suas diferentes estruturas contratuais, obrigações e direitos envolvidos e sistemática operacional, os derivativos podem também ser divididos ou classificados em diferentes modalidades (ou tipos), as quais resultam em mercados específicos, conforme será abordado no tópico seguinte.

10.5. Modalidades de derivativos

Os derivativos, observadas as características conceituais descritas no tópico 1 deste capítulo, e como contratos que são, podem ser estruturados de diferentes formas, cada qual contendo características, condições, direitos e obrigações específicos. Estas diferentes estruturas são agrupadas em modalidades de derivativos, cada qual resultando em um mercado próprio, com procedimentos adequados ao seu tratamento, em especial no que se refere à sua liquidação. São eles os mercados (i) a termo, (ii) futuro, (iii) de opções e (iv) de *swap*.

10.5.1. Mercado a termo

O contrato a termo é a modalidade de derivativo mais tradicional¹¹ e mantém, nos dias de hoje, as mesmas características que o identificam desde o seu surgimento: (i) contratação presente (D+0); (ii) liquidação apenas em momento futuro, em data definida quando da contratação; (iii) contrato bilateral com condições específicas definidas entre as partes, em especial o preço a ser liquidado no futuro, impedindo a sua fungibilidade e liquidez para negociação em mercado secundário; (iv) registrado em ambiente de balcão organizado administrado por entidade autorizada; e (v) liquidação diretamente entre as partes ou realizada por meio de instituição financeira contratada para tanto.

Os contratos a termo são normalmente negociados tendo como ativo-objeto mercadorias (*commodities*), ações, moedas, títulos públicos e índices, dentre outros menos utilizados.

Excepcionalmente, os contratos a termo podem ser negociados em ambiente de bolsa, como ocorre com os contratos a termo de ações existentes na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”)¹². Esses contratos possuem como ativo-objeto ações de emissão de empresas listadas e custodiadas no depositário central administrado pela B3, hoje conhecido como Central Depositária da B3, e possuem condições padronizadas definidas pela B3, com exceção do preço, da quantidade e do prazo da liquidação, o que permite à B3 controlar adequadamente referidos contratos. As partes não se conhecem e é facultado ao comprador do termo antecipar a liquidação do contrato.

Importante observar, ainda, que para esses contratos a termo de ações negociados na B3, a Câmara B3 – destinada a realizar o registro, a compensação e a liquidação de operações com derivativos financeiros e de commodities, mercado de balcão (swaps, termo de moeda e opções flexíveis) e mercado a vista de ouro – realiza tanto a liquidação física (entrega das ações) quanto a liquidação financeira (entrega dos recursos financeiros) entre as contrapartes, utilizando-se, para tanto, de seus procedimentos e estrutura de participantes.

Assim, com exceção dos contratos a termo de ações negociados na B3, os demais contratos a termo são definidos de comum acordo entre as partes e levados a registro perante um ambiente de balcão organizado, não sendo permitida a mobilidade de posições de compradores e vendedores, que permanecem vinculados até o momento do vencimento do contrato (pelo transcurso do prazo até seu encerramento ou se verificada alguma condição que permita a antecipação da sua liquidação).

11 YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, 2ª Ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 103.

12 A B3 é a atual denominação da BM&FBOVESPA S.A., alteração que ocorreu depois da incorporação da Cetip S.A. pela BM&FBOVESPA S.A, em 2017.

Conforme exemplo anteriormente explorado, na hipótese de um produtor e um torrefador de café terem a intenção de mitigar o risco futuro a que estarão expostos em relação ao preço do café (o produtor em relação ao risco de que o preço do café seja menor do que aquele necessário para arcar com seu custo de produção e lhe garantir um lucro mínimo que entenda adequado; e o torrefador em relação ao risco de que o preço do café seja maior do que aquele previsto para aquisição, considerando os demais custos da torrefação, a fim de lhe garantir um lucro mínimo que entenda adequado considerando o preço de venda ao consumidor final), firmam um contrato a termo definindo o valor da saca do café para entrega contra pagamento em determinada data futura.

Se, na data futura, o preço do café a mercado (digamos R\$120,00) estiver acima do preço fixado no contrato a termo (digamos R\$110,00), o torrefador terá evitado um dispêndio adicional de R\$10,00 por saca de café, enquanto que o produtor deixou de receber R\$10,00 a mais por saca, caso pudesse vender a mercado. Inversamente, se o preço do café a mercado (R\$100,00) estiver abaixo do preço fixado no contrato a termo (R\$120,00), o torrefador terá de pagar R\$10,00 a mais por saca de café do que se pudesse adquiri-las diretamente do mercado, enquanto que o produtor receberá R\$10,00 a mais por saca do que se vendesse a mercado.

No entanto, em qualquer das duas situações, produtor e torrefador estarão com seus interesses atendidos, uma vez que conseguiram, por meio do contrato a termo, mitigar seu risco de oscilação do preço do café no futuro, além de terem garantido, respectivamente, a venda e a aquisição do café, o que pode ser de difícil operacionalização e agregar um risco adicional à atividade. A diferença de preços entre o valor a mercado e o valor da aquisição ou alienação (a depender da situação do preço a mercado, para a contraparte que “deixou de ganhar”) é, por vezes, considerada como o pagamento por um prêmio de seguro.

Ou seja, o contrato a termo atende à função de mitigação de risco de preço futuro, sendo certo que as contrapartes envolvidas abrem mão de eventual ganho na operação para o fim de não incorrer em prejuízo efetivo em relação ao ativo-objeto.

Ocorre que, (i) pela impossibilidade de as contrapartes cederem suas posições no contrato a terceiros, ou mesmo não conseguirem encerrar suas posições em data anterior à da liquidação, e (ii) pelo risco de inadimplência e de não cumprimento do contrato (o que acaba por exigir garantias mais elevadas nos contratos a termo quando comparadas às garantias exigidas para os contratos futuros, tendo em vista que no contrato a termo as garantias devem prevenir as partes em relação à oscilação de preço durante toda a vida do contrato), os contratos a termo podem não se mostrar atrativos para uma grande parcela dos investidores.

Visando a sanar as supracitadas ineficiências verificadas nos contratos a termo e aprimorar as operações com liquidação futura, bem como tendo-se em conta a evolução tecnológica e regulatória das últimas décadas, foram desenvolvidos os contratos futuros.

10.5.2. Mercado futuro

Os contratos futuros, bem como seu mercado são o resultado da evolução do contrato a termo, a fim de sanar as ineficiências neste existentes. Contudo, pelas suas características, o contrato futuro somente pode ser negociado em ambiente autorizado de bolsa, não sendo possível o registro em ambientes autorizados de balcão organizado.

São características do contrato futuro: (i) contratação presente (D+0); (ii) data de vencimento definida no contrato; (iii) contrato bilateral padronizado pela bolsa na qual é negociado, sendo nele definidas suas especificações e condições (tais como prazo, taxa, unidade-padrão e forma de liquidação); (iv) a liquidação é ajustada financeiramente e realizada diariamente, de acordo com as expectativas do mercado acerca do preço futuro do ativo objeto do contrato, para uma determinada data de vencimento, sendo este procedimento denominado ajuste diário; (v) permite o desfazimento da posição pela contraparte antes do vencimento do contrato, por meio de operação em mercado secundário de bolsa, imprimindo liquidez ao contrato; (vi) negociado em ambiente de bolsa administrado por entidade autorizada; (vii) exige o depósito de margem de garantia; e (viii) o processo de liquidação é operacionalizado por câmaras de compensação e liquidação, que se tornam contrapartes centrais dos contratos futuros.

O mercado futuro (assim como o mercado de opções) permite que os investidores, cada qual com sua exposição de risco, possam mitigá-los por meio de seu compartilhamento com outros investidores que se encontram em posição adequada para tomá-los. Esse casamento de interesses possui, ainda, reflexos diretos na formação futura dos preços dos ativos-objeto dos contratos, tendo em vista a lei da oferta e da demanda, o que também favorece a convergência de preços dos mercados à vista e futuro.

Inicialmente, cabe salientar que o mecanismo de funcionamento do mercado futuro (de contratos futuros), que conta com a homogeneidade dos contratos, a transparência nas ofertas de preço (por ser negociado em ambiente de negociação de bolsa), a mobilidade de posições e recursos pelas contrapartes e a divulgação célere das informações sobre as operações nele realizadas, permitiu o fortalecimento deste mercado e a competitividade para fins de formação de preço, observadas as leis de oferta e demanda do mercado.

Ademais, é essencial destacar três características que distinguem o mercado futuro dos demais: (i) padronização; (ii) ajuste diário; e (iii) margem de garantia.

A padronização é uma característica inata dos ativos negociados em ambientes de bolsa. Sem a padronização, não seria possível que um ativo pudesse ser negociado em um mercado secundário entre partes que não se conhecem, mas que esperam adquirir ou alienar um ativo com as mesmas características. Quando se diz que um contrato futuro de café foi negociado em bolsa, isso não quer dizer que qualquer café pode ser

ali negociado, mas apenas aquele que atende às características do contrato fixadas pela entidade autorizada a administrar mercados de bolsa e aprovadas pelo regulador (no caso, a CVM).

A padronização torna fungível o contrato e permite que compradores e vendedores possam adquirir e alienar suas posições, uma vez que, por ser homogêneo, o contrato atende às necessidades de uma gama maior de investidores e não apenas aos interesses específicos dos investidores que se utilizam, por exemplo, do contrato a termo. Por essa razão, a quantidade de contratos e o preço a que são negociados são as únicas variáveis possíveis de serem alteradas nos contratos futuros negociados em bolsa no Brasil.

Além disso, a possibilidade de os investidores adquirirem e alienarem posições de contratos futuros aumenta a liquidez do mercado futuro, permitindo que mais investidores atuem nesse mercado e que se obtenha a formação de um preço que corresponda àquele que a maioria do mercado entende como adequado, por meio do processo de concorrência de preços. Por isso se diz que o mercado secundário de bolsa, seja em relação aos derivativos ou a outros ativos, permite a formação de um preço público, pois nele há a alocação de ordens de compra e venda por qualquer investidor interessado (não há restrições de ofertas), bem como o fornecimento ao mercado, pela bolsa, das informações de preços e quantidades negociados a mercado em tempo real.

No mercado futuro, assim como no mercado de opções (para as operações negociadas), por haver a negociação de preço futuro de um contrato, as contrapartes envolvidas não adquirem ou alienam um ativo, mas, sim, a posição (comprada ou vendida) do contrato. Por essa razão, para que um investidor (“A”) possa desfazer-se de sua posição, por exemplo, uma posição vendida no mercado futuro de Ibovespa B3, é necessário que ele adquira uma posição contrária (no caso, comprada), de mesmo ativo subjacente e vencimento, uma vez que, com isso, um outro investidor (“B”) adquirirá e assumirá uma posição vendida desse mesmo contrato, e o investidor “A” terá suas posições (comprada e vendida) canceladas.

Com isso, para se desfazer de uma posição, o detentor deve adquirir uma posição inversa, para o fim de haver o cancelamento de posições compradas e vendidas, restando apenas um novo titular de posição que se subsume na posição original.

E é por meio desse processo competitivo e dinâmico executado por compradores e vendedores nos sistemas de negociação das entidades administradoras de mercados organizados que se forma o preço do contrato futuro. Esse preço possui, invariavelmente, correlação com o preço à vista do ativo-objeto do contrato, sendo a ele acrescidas, para fins de precificação, variáveis como tempo até o vencimento, taxa de juros praticada, custo de estocagem, custo de frete, custo de corretagem, custos

financeiros envolvidos na operação física etc¹³.

Cumpre destacar que o preço de um contrato futuro e o preço do ativo no mercado à vista tendem a convergir para um único preço na data do vencimento do contrato futuro. Isso ocorre, em grande medida, porque na data da liquidação do contrato futuro a sua liquidação não é mais futura, mas, sim, presente, e o mercado futuro acaba por absorver e refletir, diariamente, os ajustes de preço que resultarão naquele verificado na data do vencimento.

Além disso, uma característica interessante do mercado futuro é que os contratos podem ser, a depender da sua previsão, liquidados fisicamente (por meio da efetiva entrega do ativo-objeto) ou financeiramente, sendo esta última correspondente ao valor de eventuais diferenças existentes, na data do vencimento, entre o preço à vista e de liquidação do contrato futuro, decorrente de diferenças de custos relativos ao ativo-objeto e sua entrega.

Mas, se o mercado futuro negocia o preço futuro de um ativo subjacente, e se é possível às contrapartes “saírem” de e “entrarem” em suas posições ao longo da vida do contrato até o seu vencimento, como ocorre a liquidação desse contrato e como é possível mitigar o risco dele decorrente para as contrapartes?

Essas questões são respondidas por meio de duas outras características do mercado futuro: o ajuste diário e o depósito de margem de garantia, as quais somente são viáveis em razão da existência de uma entidade autorizada a administrar mercado de bolsa e de uma entidade autorizada a prestar serviços de câmara de compensação e liquidação.

Ao contrário de haver uma única liquidação (ou um único ajuste) quando do encerramento/vencimento do contrato (como ocorre no mercado a termo), para o mercado futuro foi desenvolvido um mecanismo pelo qual todas as posições nele existentes são equalizadas ao final de cada dia, com base no preço de compensação (fechamento) do dia, resultando em uma movimentação diária de débitos e créditos nas contas dos clientes, de acordo com a variação negativa ou positiva no valor das posições por eles mantidas.

Em outras palavras, a cada final de dia, é verificada a diferença de preços de um determinado contrato futuro entre o dia anterior (D-1) e o dia presente (D+0), e, a depender da posição em que o investidor estiver (comprado ou vendido), a ele será atribuído um débito ou um crédito, de modo que, no início do dia posterior (D+1), todos os investidores estejam equalizados em suas posições, podendo delas se desfazer, caso assim desejem, uma vez que a variação do preço futuro do contrato, ajustado

¹³ Fator relevante para a formação do preço do contrato futuro, e que auxilia na convergência de preço entre mercado futuro e mercado à vista, é a atuação do arbitrador, que se aproveita de eventuais diferenças de preços entre esses mercados, em diferentes praças de negociação, sendo certo que sua atuação no tempo tende a reduzir ou eliminar essas diferenças.

naquele dia, já foi liquidado.

Essa sistemática permite uma redução drástica no risco de liquidação do contrato assumido pelos investidores, contrapartes do contrato futuro. Mas ela só é possível porque há um terceiro que dela participa, assumindo duas funções: (i) operacionalizando o cálculo, a gestão de risco e os procedimentos operacionais para que o fluxo de ajustes diários funcione, e (ii) subsumindo-se nas posições contrárias de todas as contrapartes no mercado futuro, tornando-se contraparte central garantidora das operações.

Essas funções são assumidas pelas câmaras de compensação e liquidação, entidades autorizadas a prestar serviços de compensação e liquidação, pelo Bacen, nos termos da legislação e regulamentação aplicáveis¹⁴, e responsáveis pelo cumprimento das obrigações assumidas pelos investidores, controlando suas posições e liquidando as operações (por meio de ajustes diários, até seu ajuste final quando do vencimento).

Para tanto, as câmaras de compensação e liquidação solicitam que os investidores depositem as chamadas margens de garantia, que asseguram o cumprimento de suas obrigações.

Isso porque, em primeiro lugar, sendo os preços futuros influenciados por expectativas de oferta e demanda dos ativos-objeto, estas alteram-se a cada nova informação ou oferta, fazendo com que o preço negociado em uma data presente para determinado vencimento no futuro varie diariamente. Pelo procedimento do ajuste diário, essas diferenças são, diariamente, liquidadas entre as contrapartes e a câmara de compensação e liquidação, que assume a posição de contraparte central.

Nesse cenário, ao invés de ser solicitado de todas as contrapartes o aporte de garantias no valor integral do preço futuro do contrato que está sendo negociado, é solicitado pela câmara de compensação e liquidação o aporte de margens de garantia, para fins de mitigação do risco de inadimplemento das contrapartes (o que pode ocorrer, em especial, na hipótese de grande oscilação de preços), sendo utilizada para fins de cobertura do compromisso assumido pelos investidores no mercado futuro. O valor da margem de garantia é calculado pela câmara de compensação e liquidação com base no valor de exposição do investidor, variando de acordo com o contrato futuro, o preço e a quantidade negociados.

Assim, em razão dos procedimentos acima descritos, os investidores do mercado futuro recebem seus ganhos e pagam seus prejuízos diariamente, aportando margem de garantia, para que o risco assumido pela câmara de compensação e liquidação seja diluído ao longo da vida do contrato, diariamente, até seu vencimento. Como a câmara de compensação e liquidação torna-se contraparte central garantidora, os

14 Nos termos da Lei nº 10.214/01, Resolução CMN nº 2.882/2001 e Circular nº 3.057/01, bem assim atualizações posteriores.

riscos inerentes a cada contraparte que negocia um contrato futuro passam a ser o risco assumido pela câmara, com a proteção da margem de garantia em valor mitigado pelo procedimento do ajuste diário.

Participam do mercado futuro os investidores que buscam proteção contra a variação de preço do ativo-objeto (conhecidos como *hedgers*, podendo ser instituições financeiras e pessoas jurídicas), arbitradores e especuladores.

10.5.3. Mercado de opções

Os contratos de opções ganharam destaque a partir do século XVII, em razão da sua utilização pelos produtores e pelos mercadores de tulipas na Holanda interessados em mitigar o risco de flutuação dos preços da mercadoria a que estavam expostos. Tradicionalmente, o contrato de opção foi utilizado para a finalidade de controle de risco relativo às flutuações dos preços nos mercados agrícolas e, apenas a partir da década de 1970, passou a ser mais utilizado para ativos financeiros.

A opção pode ser definida como um instrumento no qual as contrapartes negociam o direito de comprar ou de vender certa quantidade do ativo-objeto, por preço previamente determinado, para exercê-lo em data futura (que pode ser o vencimento ou data anterior, a depender do modelo de opção, conforme será exposto adiante).

Nos demais derivativos, o investidor elimina seu risco em relação à posição física, por meio da determinação prévia de um valor futuro ou da garantia da troca de rentabilidade (como no swap), ficando protegido na hipótese de um cenário futuro desfavorável; mas, por outro lado, deixa de se beneficiar na hipótese de uma valorização da sua posição física. Tem-se a proteção, mas não se pode optar por manter a posição, tendo em vista a obrigação assumida (com exceção do mercado futuro, no qual a contraparte pode se desfazer da posição futura, mas com maior custo operacional e risco envolvidos).

Contudo, a opção permite, conforme seu próprio nome já anuncia, que se opte pelo exercício do direito de compra ou de venda do ativo-objeto, facultando à contraparte que possui o direito de exercício verificar se é mais vantajoso exercê-lo e comprar ou vender o ativo objeto, ou se lhe é mais adequado permanecer com o ativo-objeto ou comprá-lo diretamente do mercado à vista.

Com isso, as contrapartes detentoras do direito de exercício de uma opção garantem a sua proteção em relação à volatilidade dos preços e das taxas, fixando o preço de liquidação em data futura, mas não se obrigam a efetivamente exercer a opção. A esta contraparte que detém o direito do exercício é dado o nome de titular da opção.

Por sua vez, a contraparte que pode ser exercida, e que terá, caso isso ocorra, que

vender ou comprar o ativo-objeto, é denominada lançadora da opção. E, para que haja o estímulo necessário para que alguém assuma o ônus de comprar ou vender determinado ativo mediante o exercício de direito da contraparte, o lançador da opção recebe, quando da aquisição da opção pelo titular, um valor denominado prêmio, que deve ser suficiente para corresponder ao risco que o lançador assume ao se sujeitar ao exercício da opção durante o prazo do contrato.

As opções permitem que as contrapartes se protejam contra a flutuação de preços no mercado, sendo que os tomadores pagam um prêmio aos lançadores para adquirirem o direito de exercer a opção de compra ou venda em data futura, possibilitando evitar o risco quando em cenários econômicos que acarretam resultados negativos, e permitindo que não seja exercida a opção para que se aproveite cenários econômicos que tragam resultados favoráveis. Por essa razão, as opções são consideradas um instrumento especial de hedge.

Existem alguns conceitos importantes que precisam ser apresentados para o adequado entendimento do funcionamento de um contrato de opção (sem prejuízo daqueles já abordados em outros tópicos, como ativo objeto, que também são adotados para opções). Além das denominações específicas das contrapartes (lançador e tomador), deve-se atentar para os seguintes termos:

- **prêmio:** valor pago pelo titular da opção ao lançador, quando da celebração do contrato, para adquirir o direito de compra ou de venda do ativo-objeto em data futura;
- **preço de exercício:** preço definido em contrato e que será utilizado para fins de liquidação da obrigação futura, caso o titular da opção escolha exercê-la; e
- **data de exercício:** corresponde ao dia (ou último dia) no qual o titular da opção pode exercer seu direito de compra ou de venda, e também pode ser denominado a data de vencimento¹⁵.

As opções podem ser de dois tipos: (i) as opções de compra, denominadas de call, nas quais o titular/comprador adquire do lançador/vendedor o direito de comprar o ativo-objeto do contrato, por preço fixo (preço de exercício) e em data futura (data de exercício ou vencimento) previstos no contrato, e mediante o pagamento de um valor presente (D+0) denominado de prêmio, mas não possui o titular/comprador a obrigação de exercer esse direito de compra; e (ii) as opções de venda, denominadas de put, nas quais o titular/vendedor adquire do lançador/comprador o direito de vender o ativo-objeto do contrato, por preço fixo (preço de exercício) e em data futura (data de exercício ou vencimento) previstos no contrato, e mediante o pagamento de um valor presente (D+0) denominado prêmio, mas não possui o titular/vendedor a obrigação de exercer esse direito de venda.

¹⁵ Importante observar que, para as denominadas opções americanas, a data de exercício pode ser qualquer data entre a data da assinatura do contrato e a data de sua liquidação.

Além disso, as opções podem ser classificadas de acordo (i) com o modelo por ela adotado para fins de seu exercício, e (ii) com o objeto do contrato. Assim:

a) Segundo o modelo, as opções podem ser classificadas como (a) americanas, que podem ser exercidas a qualquer momento durante a vida do contrato, até a data de seu vencimento; e (b) europeias, que somente podem ser exercidas na data de exercício ou vencimento prevista no contrato.

b) Segundo o objeto do contrato, as opções podem ser classificadas como (a) sobre mercadoria (commodity) à vista ou disponível, quando o objeto é um ativo financeiro (aqui incluídos, por exemplo, ações, títulos públicos, índices financeiros e moedas) ou uma mercadoria negociada no mercado à vista; (b) sobre contrato futuro, quando o objeto é um contrato futuro; e (c) sobre contrato a termo, quando o objeto é um contrato a termo.

As opções podem ser negociadas em mercado organizado de bolsa ou, posteriormente à sua negociação direta entre as partes, ser registradas em mercado de balcão organizado. E, em relação à sua liquidação, as opções negociadas em bolsa são liquidadas por câmaras de compensação e liquidação, sendo a elas aplicadas as sistemáticas de ajustes diários e de margem de garantias. Em relação às opções registradas em balcão organizado, a sua liquidação normalmente é realizada diretamente entre as contrapartes, mas, eventualmente, algumas dessas opções são autorizadas a ter sua liquidação realizada por meio da câmara de compensação e liquidação, desde que haja o aporte de garantias.

Exposto seu conceito, pode-se dar como exemplo a negociação de uma opção de compra entre um produtor de algodão e uma empresa têxtil. Definido o prêmio, o preço de liquidação da opção e a data de liquidação (vamos considerar para fins deste exemplo uma opção europeia, que somente pode ser exercida na data de seu vencimento), as partes celebram o contrato, sendo o prêmio (“P”) pago pelo tomador ao lançador. Independentemente do que ocorra no mercado entre a data de assinatura e a data de vencimento, apenas quando verificada esta última é que o tomador (empresa têxtil), detentor do direito de exercício de compra do algodão pelo preço (“X”), verificará se o valor a mercado do produto (“Y”), naquela data, é maior ou menor do que X, considerando, ainda, o prêmio pago (“P”) e o valor de frete da mercadoria (“F”).

Caso X seja inferior à somatória de Y, P e F, a empresa exercerá a opção de compra, pois seu custo total será inferior àquele verificado a mercado. Contudo, se X for superior à somatória de Y, P e F, a empresa não exercerá a opção de compra, pois a aquisição do algodão a mercado mostra-se mais eficiente do ponto de vista financeiro. Neste último cenário, no qual não há o exercício, fala-se no jargão do mercado que a opção “virou pó”¹⁶.

¹⁶ Por mais que um tomador tome a decisão de não exercer a opção antes do dia de seu vencimento (para uma opção americana), apenas na data de liquidação da opção é que o lançador terá conhecimento acerca do não exercício.

Na hipótese de uma contratação de uma opção de compra de ações, mas na modalidade americana (aquela na qual o tomador pode exercer seu direito a qualquer momento), o que ocorrerá é que, uma vez firmado o contrato (com a definição do prêmio, do preço de exercício e da data de vencimento) e pago o prêmio, o tomador terá o direito de exercer sua opção de compra a qualquer momento até a data do vencimento. Assim, diariamente, o tomador verificará a mercado se o preço de exercício (“X”) é superior ou inferior à somatória do preço a mercado (“Y”) e do prêmio (“P”) e provavelmente exercerá seu direito quando o preço de exercício for inferior à somatória.

Alguns contratos de opção preveem, ainda, condições adicionais, tais como tempo e a observância de outras variáveis para que o tomador, em uma opção americana, possa exercer seu direito.

Denota-se que o direito de exercício adquirido pelo tomador ao firmar o contrato e pagar o prêmio é um direito condicionado, de exercício suspenso até a verificação da condição (tempo e preço, para opções europeias, e preço, para opções americanas, desde que observadas todas as demais condições).

Ainda, a principal característica que distingue as opções dos demais instrumentos derivativos é a assimetria de direitos e obrigações entre as contrapartes, uma vez que tomadores possuem o direito ao exercício em relação ao lançador, que somente pode ser exercido. Entretanto, ao contrário do que se possa afirmar, a assimetria entre direitos e obrigações não gera um desequilíbrio contratual entre as partes. Pelo contrário, e conforme exposto acima, o principal objetivo das contrapartes em um contrato de opção é a mitigação de flutuação de preço, o que é atingido tanto pelo titular quanto pelo lançador.

Isso porque, no caso de uma opção de compra exercida pelo titular, este comprará o ativo-objeto pelo preço pactuado, acrescido do prêmio pago quando da aquisição da opção. Tomador possuirá o ativo e lançador terá recebido recursos em montante adequado, nos termos do que fora contratado. Se, no entanto, o titular não exercer a opção, isso quer dizer que o preço de mercado é inferior ao que foi contratado, e será melhor para o tomador comprar direto a mercado. De outro lado, nesta hipótese, o lançador possuirá a mercadoria e estará livre para vendê-la a mercado, além de ter recebido o prêmio.

O prêmio, é, portanto, um valor semelhante a um seguro. Não corresponde o prêmio a um enriquecimento sem causa, mas, sim, ao valor pago pelo titular para adquirir um direito (o direito de exercício) que lhe garanta, caso assim deseje, comprar a mercadoria no futuro, protegendo-se contra a variação de preço.

10.5.4. Mercado de swap

A partir da década de 1970, com o fim do padrão-ouro, as moedas dos países tornaram-se muito voláteis, dificultando as transações comerciais. Nesse cenário, a utilização do swap ganhou força, passando a ser utilizado como um modo de permitir que as transações comerciais pudessem se vincular a moedas consideradas mais fortes e, portanto, mais estáveis.

O contrato de swap é um instrumento financeiro muito semelhante, em sua essência, ao contrato a termo, consistindo em um acordo entre duas contrapartes para liquidação da obrigação em uma data futura, nos termos, condições e critérios estabelecidos pelo contrato.

Contudo, o swap tem como objetivo específico a troca (em sua literalidade, *swap*) do risco de uma posição, física ou financeira, ativa (credora) ou passiva (devedora), pelo risco de uma outra posição, sendo a diferença financeira resultante da rentabilidade em reais entre essas posições liquidada em data futura.

Determinado investidor, por exemplo, quando exposto a uma posição que lhe traz um risco financeiro sobre o qual não possui controle (por exemplo, um exportador que se financiou a uma determinada taxa de juros e agora está com seus recebíveis sujeitos ao risco de variação da cotação do real em relação ao dólar), poderá mitigar seu risco por meio de uma operação de swap de taxa de juros x cotação do dólar, tendo como contraparte uma instituição financeira.

Por meio dessa sistemática, o mercado de *swaps* permite que as contrapartes estabeleçam em contrato as condições que atendam às suas necessidades, tais como valor de referência (também conhecido como principal ou *notional*), data de vencimento, hipóteses de antecipação e ativos-objeto considerados para fins da troca de rentabilidade. Além disso, um importante elemento desse acordo é a regra de formação de parâmetros, na qual são estabelecidos os parâmetros em si, que definirão a forma de cálculo dos fluxos financeiros e as variáveis (preço ou taxa), que serão apuradas ao longo de um período para a valorização do swap.

Os contratos de swap são utilizados, em sua maioria, para fins de gerenciamento de riscos embutidos em posições detidas pelas contrapartes (considerado, no caso, como *hedge* perfeito), redução do custo de captação de recursos, especulação sobre os movimentos do mercado ou, ainda, proteção em relação às oscilações das variáveis sobre outro contrato de swap celebrado.

Os swaps são contratos não padronizados, que não permitem a mobilidade de posições de suas contrapartes, e, portanto, possuem uma liquidez muito reduzida (atendem a interesses específicos das contrapartes). Por essas razões, são registrados em ambientes de balcão organizado, depois de haver a negociação direta entre as contrapartes. Não

há, para estes contratos, a aplicação da figura do ajuste diário, sendo sua liquidação realizada integralmente quando do seu vencimento ou, eventualmente, quando assim previsto ou acordado entre as partes, em liquidação antecipada (total ou parcial).

Os participantes desse mercado são instituições financeiras (as quais devem, nos termos da regulamentação do Bacen, obrigatoriamente assumir uma das pontas em um contrato de swap) e instituições não-financeiras, sendo estas últimas as que efetivamente buscam a proteção pelo swap. Mas, ainda, podem ser encontrados nesse mercado os *swap-brokers* (instituições especializadas na identificação e conexão de contrapartes para fins de celebração do contrato de swap) e os *swap-dealers* (instituições que se posicionam como contraparte em um contrato de swap até o momento em que encontram outro interessado a ocupar seu lugar na relação contratual, desde que assim preveja o contrato).

As trocas de rentabilidade (swaps) mais comuns são as de taxas de juros, moedas, índices e *commodities*.

Vale ainda destacar que uma das vantagens do contrato de swap está no fato de que ele pode ser combinado com a emissão de um título (de modo a permitir a mitigação do risco a que a contraparte estará exposta com a emissão do título) e, assim, viabilizar a troca da natureza da obrigação do tomador do empréstimo (sendo possível citar como exemplo as operações de captação de recursos no exterior por meio da emissão de títulos de dívida – *bonds* – e a correspondente celebração de um swap para fins de mitigação do risco de variação cambial da dívida).

10.5.5. Quadro comparativo das modalidades de derivativos

Mercado	Termo	Futuro	Opções	Swap
Negociado ou registrado nos mercados organizados?	Registrado em balcão	Negociado em bolsa	Negociado em bolsa ou registrado em balcão	Negociado em bolsa ou registrado em balcão
Objetivo do contrato	Compromisso de compra e venda de um bem, com liquidação em data futura, por preço previamente fixado	Compromisso de compra e venda de um bem, com liquidação em data futura, por preço previamente fixado	Aquisição do direito de comprar ou vender, em data futura, por preço previamente fixado	Troca de fluxos financeiros a ser liquidado em data futura
Possibilidade de alteração da posição	Não	Sim	Sim	Não

Liquidação	Diretamente entre as contrapartes; normalmente apenas no vencimento, podendo ser, eventualmente, antecipada.	Por meio de câmara de compensação e liquidação, com a utilização do mecanismo de ajuste diário.	Por meio de câmara de compensação e liquidação, com a utilização do mecanismo de ajuste diário, ou diretamente entre as contrapartes; os prêmios são sempre liquidados quando da celebração da operação.	Por meio de câmara de compensação e liquidação, ou diretamente entre as contrapartes; somente no vencimento, ou antecipadamente mediante concordância das contrapartes.

10.6. Operações de *hedge*

Como visto nos tópicos acima, as operações com derivativos visam, normalmente, à proteção de investidores que possuam exposições a riscos de variação de preços, taxas e moedas (com commodities ou ativos financeiros). Para mitigar a exposição a alterações adversas dos mercados em que estão posicionados, os investidores realizam operações em pontas opostas nos mercados de derivativos. A tais operações de proteção dá-se o nome de operações de *hedge*.

Em que pese a referência a essas operações ser esparsa e constar em uma série de normativos, a sua definição legal consta apenas legislação que versa sobre matéria tributária, a Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995, em seu art. 77, inciso V e §1º, segundo a qual as operações com renda variável *“realizadas em bolsa de valores, de mercadoria e de futuros ou no mercado de balcão”* são consideradas como de cobertura (*hedge*) desde que *“destinadas, exclusivamente, à proteção contra riscos inerentes às oscilações de preço ou de taxas, quando o objeto do contrato negociado: a) estiver relacionado com as atividades operacionais da pessoa jurídica; b) destinar-se à proteção de direitos ou obrigações da pessoa jurídica”*.

No entanto, o conceito de uma operação de *hedge*, do ponto de vista financeiro, é mais abrangente do que apenas as operações de renda variável realizadas por pessoas jurídicas em ambientes de bolsa ou de balcão organizado, incluindo também os denominados *hedges* de valor justo, fluxo de caixa e de investimento líquido, conforme dispõe a norma contábil constante, anteriormente, do Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis nº 38 (CPC 38), e, atualmente, prevista no CPC 48, que versa sobre “Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração”, relativo às Normas Internacionais de Contabilidade. O pronunciamento CPC 48 foi aprovado pelo Colegiado da CVM por meio da Deliberação nº 763/16, e é de observância obrigatória pelas companhias abertas.

Deve-se ter em mente que, embora conceitualmente qualquer investidor possa se utilizar de derivativos para realizar a proteção do risco de variação do preço da sua posição à vista, apenas as pessoas jurídicas efetivamente conseguem realizar essa proteção, tendo em vista os controles contábeis que possuem. Por essa razão, CVM

e Bacen divulgam normas contábeis aplicáveis às instituições sob sua regulação (respectivamente, as companhias abertas e as instituições financeiras) versando especificamente sobre os critérios para reconhecimento, avaliação e registro contábeis das operações de hedge.

Por fim, importante destacar que as operações de hedge nem sempre são perfeitas, ou seja, nem sempre mitigam a totalidade do risco a ser protegido, tendo em vista, por exemplo, possíveis oscilações abruptas de mercado, o que pode fazer com que o *hedge* se verifique apenas em parte, ou que haja ganhos adicionais inesperados com as posições em derivativos.

10.7. Base legal e regulatória

A previsão legal sobre os derivativos encontra-se no art. 2º, incisos VII e VIII, da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, com as alterações promovidas pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.

A Lei nº 6.385/76 dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, categoria específica de ativos financeiros, com regramento próprio, e sujeito à regulamentação e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, independente e com autonomia financeira e orçamentária, também instituída por essa Lei, a partir da qual passou a exercer funções que antes eram de competência do Bacen.

Até o advento da Lei nº 10.303/01, os derivativos não possuíam previsão expressa em lei. Anteriormente, eram considerados, genericamente, instrumentos financeiros e, como tal, estavam sujeitos à vigilância, regulação e fiscalização do Bacen, nos termos da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, bem como do antigo parágrafo único (atual §1º) do art. 3º da Lei nº 6.385/76, que estabelece que *“ressalvado o disposto nesta Lei [6.385/76], a fiscalização do mercado financeiro e de capitais continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil”*.

Contudo, com as alterações promovidas pela Lei nº 10.303/01 no art. 2º da Lei nº 6.385/76, os derivativos passaram a integrar o arcabouço jurídico e o grupo de instrumentos financeiros denominados valores mobiliários, sujeitos à regulamentação da CVM, os quais, com as alterações promovidas por essa lei, deixaram de ser um rol exemplificativo (previsto em lei), com a possibilidade de novas aprovações por parte do Conselho Monetário Nacional (CMN), passando a ser um rol taxativo que inclui um conceito para fins de caracterização de um ativo como valor mobiliário: *“quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de*

terceiros” (art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/76).

A previsão dos derivativos em dois incisos (VII e VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76, incluídos pelas alterações promovidas pela Lei nº 10.303/01), em que pese possa, a princípio, parecer redundante, trata de situações complementares.

No inciso VII (*“os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários”*), foi adotada uma redação que restringia o rol de derivativos considerados valores mobiliários para fins da aplicação da legislação e da regulamentação pertinentes. Mostra-se restritiva essa redação porque, se houvesse um derivativo que não possuísse como ativo subjacente um valor mobiliário, e caso ele não se enquadrasse na previsão do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76, não seria um valor mobiliário e estaria fora da competência regulatória da CVM.

Técnicas legislativas à parte, com a previsão contida no inciso VIII (*“outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes”*), o legislador não só sanou eventual dúvida que pudesse pairar sobre a competência regulatória da CVM sobre a totalidade dos derivativos (na medida de suas competências legais), como também demonstrou querer enquadrar todos os derivativos como valores mobiliários.

Assim, introduzido o derivativo no sistema jurídico brasileiro como um valor mobiliário, deve ser-lhe aplicada a legislação e a regulamentação pertinentes aos valores mobiliários, bem como as estruturas e sistemática previstas na própria Lei nº 6.385/76.

Com isso, (i) as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão, e (ii) as corretoras de mercadorias e os operadores especiais, como entidades integrantes do sistema de distribuição (art. 15 da Lei nº 6.385/76), podem intermediar operações com valores mobiliários, inclusive registrá-las, competindo à CVM definir quais tipos de instituições financeiras podem exercer atividades no mercado de valores mobiliários, em que espécies de operações poderão atuar e a especialização de operações ou serviços que deve ser observada (§1º, incisos I e II, do art. 15 da Lei nº 6.385/76).

Contudo, tais entidades dependem de prévia autorização da CVM para o exercício das atividades de mediação ou de corretagem de operações com valores mobiliários, nos termos do art. 16, III, da Lei nº 6.385/76.

Ainda, o legislador, ao escrever a citada lei, previu expressamente que, além da coordenação de serviços entre o Bacen e a CVM que deve ser assegurada pelo CMN (art. 15, §3º),

“as instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a explorar

simultaneamente operações ou serviços no mercado de valores mobiliários e nos mercados sujeitos à fiscalização do Banco Central do Brasil, as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários serão limitadas às atividades submetidas ao regime da presente Lei, e serão exercidas sem prejuízo das atribuições daquele” (art. 15, §2º).

Assim, mesmo que caiba à CVM a competência sobre a negociação e registro dos derivativos no ambiente do mercado de capitais, o Bacen permanece com suas competências para dispor sobre tais instrumentos, por exemplo, quando forem negociados e registrados pelas instituições financeiras (que também estão submetidas à regulamentação do Bacen), como ocorre, por exemplo, com os derivativos de crédito, conforme será adiante explorado.

Com relação à admissão à negociação dos derivativos em mercados organizados, o art. 21 da Lei nº 6.385/76 determina que a CVM manterá, além do registro da operação de emissão pública de valores mobiliários (de que trata o art. 19), o registro para negociação em bolsa e no mercado de balcão, organizado ou não. Nesse sentido, sendo os derivativos valores mobiliários, devem observar o disposto neste artigo.

Para tanto, a CVM regulamentou a questão especificamente para os derivativos por meio da Instrução CVM nº 467, de 10 de abril de 2008 (ICVM nº 467), determinando que “os modelos de contratos derivativos admitidos à negociação em mercado organizado devem ser aprovados pela CVM antes do início das negociações”, bem como suas alterações não podem ser implementadas antes da aprovação da autarquia.

E, em que pese a Lei nº 6.385/76 tenha tratado apenas do registro “para negociação”, a CVM, devidamente atenta à natureza das operações existentes no mercado, adequadamente regulamentou de forma diversa o registro das operações com derivativos negociados em ambientes de bolsa (ou seja derivativos padronizados) e o registro das operações com derivativos registrados em ambientes de balcão organizado.

Nesse sentido, a ICVM nº 467 determina, em seu art. 3º, que “os contratos derivativos que não tenham sido negociados em mercado organizado, mas levados a registro em tal mercado, serão aprovados pela entidade administradora do mercado em que forem registrados, estando dispensados de aprovação na CVM”, devendo a entidade administradora de mercado organizado de balcão, ainda, (i) “manter, pelo prazo de 5 (cinco) anos, contados da data de término dos contratos, a documentação relativa à sua análise”, e (ii) “estabelecer e tornar públicas regras sobre os procedimentos e critérios para aprovação dos contratos derivativos registrados em seus mercados”.

Estabelecida a diferenciação entre os derivativos negociados nos mercados organizados de bolsa e os registrados nos mercados organizados de balcão, sendo estes últimos não padronizados e, portanto, adequadamente dispensados de registro junto ao regulador (permanecendo as entidades administradoras de mercado organizado de

balcão responsáveis por sua aprovação, nos termos de sua autorregulação aprovada pela CVM), passa a ICVM nº 467 a tratar sobre as regras a serem observadas para fins de apuração dos ativos subjacentes (arts. 5º e 6º), sobre os procedimentos e requisitos para aprovação dos modelos de derivativos (arts. 7º a 9º) e sobre o cancelamento de sua aprovação (art. 10).

Vale observar que a Lei nº 6.385/76 já determinava, em seu art. 21, §4º, que *“cada Bolsa de Valores ou entidade de mercado de balcão organizado poderá estabelecer requisitos próprios para que os valores sejam admitidos à negociação no seu recinto ou sistema, mediante prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários”*, tendo em vista a previsão contida no art. 17, §1º, dessa mesma Lei, que determina

“às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas” (g.n.).

É importante destacar que, em decorrência da publicação da Lei nº 10.303, de 2001, que aumentou a segregação de competências previstas em lei da CVM e do Bacen, mostrou-se clara a necessidade de se estabelecer procedimentos e regras para a adequada coordenação de suas atividades, visando ao atingimento dos objetivos de que tratam o art. 4º da Lei nº 6.385, de 1976, e o art. 3º da Lei nº 4.595, de 1964.

Assim, em 5 de julho de 2002, as referidas autarquias firmaram um convênio que tem por objetivo, dentre outros, reger o intercâmbio de informações entre as duas autarquias e determinar que os modelos de contratos derivativos a serem admitidos à negociação em bolsas de mercadorias e de futuros ou em entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, cujo ativo-objeto esteja referenciado em ouro, moedas, taxas de juros e outros ativos que tenham reflexos na formulação e gestão das políticas monetária, cambial e creditícia, sejam examinados pelo Bacen previamente à sua aprovação pela CVM.

Ainda que a CVM tenha se tornado o efetivo regulador dos derivativos apenas quando da expressa previsão em lei destes como valores mobiliários, em razão da competência originária da CVM sobre as operações no mercado de capitais e seus participantes, inclusive as bolsas de valores, esta autarquia já havia editado norma acerca das operações com opções de compra e venda de ações nos mercados de bolsa de valores (Instrução CVM nº 14, de 17 de outubro de 1980, alterada pela Instrução CVM nº 283, de 10 de julho de 1998).

Outra norma de relevo editada pela CVM, e que possui conexão com o mercado de derivativos, é a Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, a qual disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, a

organização, o funcionamento e a extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

Por meio dessa norma, a CVM regulamentou tema que até a edição da Lei nº 10.303, de 2001, era de competência do Conselho Monetário Nacional (antiga Resolução nº 2.690, de 27 de janeiro de 2000), assumindo efetivamente a competência que lhe fora outorgada, determinando não apenas como as supracitadas entidades de mercados organizados deveriam se constituir e funcionar, mas também quais normas deveriam ser observadas por seus ambientes, mercados e sistemas.

A ICVM nº 461 determina os critérios que diferenciam os mercados organizados de bolsa e de balcão e outorga competência a essas entidades para definirem as regras de admissão de seus participantes, mediante prévia aprovação da CVM. Assim, as instituições que tenham interesse em atuar na intermediação e/ou no registro de operações com derivativos devem se submeter à autorregulação baixada pelas entidades de mercados organizados.

Por meio da Instrução CVM nº 475, de 17 de dezembro de 2008, a CVM determinou que as companhias abertas devem apresentar informações sobre os instrumentos financeiros contratados, incluindo os derivativos, em nota explicativa específica, além de obrigar a divulgação por essas companhias do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade em relação aos seus investimentos realizados, de modo a facilitar o acesso dos acionistas a tais informações.

E, ainda mais recentemente, a Instrução CVM nº 541, que versa sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários, regulamentou a possibilidade de posições de derivativos serem objeto de gravames e ônus, nos termos de seu art. 35, §4º, observadas as disposições contidas na Lei nº 6385/76, art. 2º, §4º, Lei nº 12.810/13, e Lei nº 10.931/04, art. 63-A.

No âmbito da regulamentação instituída pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), e observada a competência que lhe é instituída por lei (Leis nº 4.728, de 1965, e 6.385, de 1976), os derivativos encontram-se regulamentados em algumas resoluções, dentre as quais destacamos as seguintes:

- Resolução CMN nº 2.933, de 28 de fevereiro de 2002, que autoriza a realização de operações de derivativo de crédito por parte das instituições financeiras que nela especifica;
- Resolução CMN nº 3.505, de 26 de outubro de 2007, que dispõe sobre a realização, no País, de operações de derivativos no mercado de balcão pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen;
- Resolução CMN nº 3.533, de 31 de janeiro de 2008, que estabelece os procedimentos

para a classificação, registro contábil e divulgação das operações de venda ou transferência de ativos financeiros;

- Resolução CMN nº 3.824, de 16 de dezembro de 2009, que dispõe sobre o registro de instrumentos financeiros derivativos constituídos por instituições financeiras no exterior;
- Resolução CMN nº 3.833, de 28 de janeiro de 2010, que altera a Res. CMN 3.312, de 31 de agosto de 2005, para fins de instituir a obrigatoriedade de registro das operações de proteção (hedge) realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras; e
- Resolução CMN nº 4.373, de 29 de setembro de 2014, que dispõe sobre aplicações de investidor não residente no Brasil nos mercado financeiro e de capitais locais, especificando o procedimento para tanto (sendo a presente Resolução regulamentada pela CVM por meio da ICVM nº 560, de 27 de março de 2015, a qual dispõe sobre o registro, as operações e a divulgação de informações de investidores não residentes no País).

Por seu turno, o Banco Central do Brasil (Bacen), nos termos da competência que lhe é determinada por lei (Leis nº 4.595, de 1964, 4.728, de 1965, e 6.385, de 1976) e pela regulamentação do CMN, regulamenta o modo como as instituições financeiras (que estão sob a sua regulação, fiscalização e supervisão) devem atuar em relação aos instrumentos financeiros derivativos, podendo-se ressaltar os seguintes normativos:

- Circular nº 3.068, de 08 de novembro de 2001, que estabelece os critérios de registro e avaliação contábil dos títulos e valores mobiliários;
- Circular nº 3.082, de 30 de janeiro de 2002, que estabelece e consolida os critérios de registro e avaliação contábil dos instrumentos financeiros derivativos;
- Circular nº 3.106, de 10 de abril de 2002, que dispõe sobre a realização de operações de derivativos de crédito de que trata a Res. CMN nº 2.933, de 2002;
- Circular nº 3.129, de 27 de junho de 2002, que altera os critérios para o registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos, permitindo que aqueles classificados na categoria títulos mantidos até o vencimento possam ser objeto de hedge para fins de registro e avaliação contábil;
- Circular nº 3.150, de 11 de setembro de 2002, que estabelece os critérios para o registro e avaliação contábil dos instrumentos financeiros derivativos registrados de forma associada à operação de captação ou aplicação de recurso;
- Circular nº 3.474, de 11 de novembro de 2009, que dispõe sobre o registro de instrumentos financeiros derivativos vinculados a empréstimos entre residentes ou

domiciliados no País e residentes ou domiciliados no exterior realizados com base na Res. CMN nº 2.770, de 2000;

- Circular nº 3.824, de 16 de fevereiro de 2010, que dispõe sobre o registro de instrumentos financeiros derivativos contratados por instituição financeira no exterior.

Sendo essas as principais disposições regulatórias que versam sobre os derivativos, cumpre analisar, ainda, um último tipo em especial: o derivativo de crédito.

10.8. Derivativos de Crédito

O derivativo de crédito é uma das estruturas mais recentes de derivativos, tendo como objetivo auxiliar investidores a administrar o risco de crédito decorrente de empréstimos e investimentos, funcionando como um seguro em relação a movimentações na qualidade do crédito do mutuário de uma dívida, decorrentes de alterações dos cenários mercadológicos e do próprio mutuário. Surgem a partir da década de 90, juntamente com o aumento dos controles sobre as atividades creditícias das instituições financeiras, em especial decorrente das regras introduzidas nas legislações locais a partir do Acordo de Basileia de 1988. Em razão da sua característica de permitir a transferência do risco de crédito, os derivativos de crédito atuam permitindo que as instituições financeiras aloquem montantes menores de capital do que seria originalmente previsto para operações com risco de crédito.

Assim, os derivativos de crédito passaram a ser adotados pelas instituições financeiras para administrar suas operações de crédito, sendo tais operações utilizadas quando seu custo fosse menor que o montante que poderia ser ganho com a não-alocação do capital correspondente à operação de crédito.

Caso o tomador do crédito ou emissor do título torne-se inadimplente, o investidor poderá sofrer perdas em relação ao seu crédito/investimento, podendo vir a não recuperá-lo, no todo ou em parte. Quando da utilização de um derivativo de crédito, as perdas decorrentes da operação de crédito podem ser compensadas com os ganhos resultantes do derivativo de crédito, razão pela qual este funciona como um seguro ao credor/investidor, reduzindo seu risco de crédito (que corresponde, normalmente, ao risco de inadimplência do tomador do crédito).

A gestão do risco de crédito pelo credor envolve diversos métodos, levando-se sempre em conta a probabilidade de o tomador não honrar com suas obrigações financeiras e restar inadimplente, com prejuízo ao credor. Para a verificação do risco de crédito, as instituições normalmente se utilizam de uma taxa de inadimplência que corresponde à totalidade de sua carteira de empréstimos e/ou investimento em títulos, de modo a obter a sua exposição de maneira abrangente, e não operação a operação. Isso também mostra-se uma vantagem ao não haver individualização das condições de cada uma

das operações, em especial no que se refere à taxa de juros, que é ajustada para a carteira, podendo haver correlação com a taxa de inadimplência esperada.

A análise do risco de crédito deve levar em consideração a influência de diversos eventos, tais como condições econômicas verificadas globalmente ou em determinado nicho de mercado, bem como, de modo mais específico, a qualidade do conjunto de garantias oferecido em relação a empréstimos realizados. É, portanto, um risco de grande volatilidade a depender do momento econômico de um país ou de uma instituição, sendo diretamente impactado pela taxa de inadimplência verificada.

Há duas dimensões usualmente consideradas para a aferição do risco de crédito, quais sejam, a qualitativa e a quantitativa.

Por uma visão qualitativa, o risco de crédito é dado pelo que se denomina “rating de crédito”, calculado e divulgado por entidades reguladoras ou por empresas especializadas, tais como Fitch, Moody’s e Standard & Poor’s, cada qual observando seus critérios, métodos e procedimentos de avaliação próprios, podendo estar ou não sujeitos à regulamentação a depender do país de atuação¹⁷. Esse rating corresponderia à capacidade creditícia de uma empresa sendo utilizado pelo mercado como um parâmetro para fins de realização de investimentos, em empréstimos, bem como, eventualmente, como condição para a antecipação de pagamentos. Quanto maior o risco de crédito, menor o patamar de classificação do rating concedido.

Por uma visão quantitativa, o risco de crédito é medido por meio do prêmio pago na operação de crédito e corresponde a uma compensação adicional aos juros que o investidor exige para fins de realização do empréstimo, considerando o risco de inadimplência do tomador. Assim, o prêmio é inversamente proporcional ao risco de crédito.

O risco de crédito afeta, portanto, todos os participantes do mercado envolvidos em operações de empréstimo ou de investimento em títulos. Os tomadores/investidores são afetados porque o custo do capital emprestado ou investido altera-se a depender do risco de inadimplência, bem como o prêmio a ser pago na operação. Os investidores em títulos são afetados porque estão expostos ao risco de variação na classificação ou na avaliação de um título de crédito, e, portanto, do seu valor (a mercado ou em relação ao valor de face). E as instituições financeiras são afetadas porque estão expostas ao risco de crédito decorrente da inadimplência dos empréstimos concedidos ou dos investimentos em títulos eventualmente realizados.

Pelo seu impacto para os participantes do mercado financeiro, o risco de crédito

¹⁷ No Brasil, essas entidades são regulamentadas pela CVM (Instrução CVM nº 521, de 25 de abril de 2012, que dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários), e a análise do risco de crédito pelas instituições financeiras encontra-se regulamentada pelo CMN e pelo Bacen (a exemplo da Resolução CMN nº 2.682, de 21 de dezembro de 1999, e suas atualizações, que dispõem sobre critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa).

deve ser adequadamente gerido e administrado, sendo sua mitigação essencial para a higidez do sistema financeiro. E os derivativos de crédito ocupam, nesse cenário, papel fundamental, ao serem elaborados de modo a proteger os participantes do mercado por meio do repasse das partes que geram exposição ao risco de crédito (valor, taxa, prazo e rebaixamento): (i) risco de inadimplência (empréstimos não pagos); (ii) risco de rebaixamento (redução do *rating* de uma entidade decorrente da avaliação por uma agência de seu risco de inadimplência, com deterioração do valor do crédito); e (iii) risco de *spread* (com a deterioração do valor do crédito, o prêmio contratado pode não se ajustar ao risco relativo à taxa ou índice flutuante).

Assim como os demais derivativos, o derivativo de crédito é um instrumento financeiro concretizado por meio de um contrato bilateral que tem seu valor derivado de um índice subjacente ou evento que seja sensível ao crédito. Visa, por meio da negociação do risco de crédito, a oferecer proteção ao credor, que se posiciona como vendedor do risco de crédito, e compensação financeira ao comprador do derivativo, que passa a se posicionar como tomador do risco (troca do risco de crédito de uma instituição pelo pagamento de uma taxa).

Esses contratos atendem a necessidades das partes contratantes, não são padronizados, e possuem cláusulas versando sobre valores, prazo de vencimento e condições específicas, tais como se os valores serão predeterminados ou definidos por fórmulas e critérios nele estabelecidos, assim como detalha os possíveis eventos de crédito (obrigatoriamente observável) que serão considerados no curso do contrato ou em períodos de tempos nele predefinidos, tais como inadimplência, pedido de falência, rebaixamento de *rating* ou uma queda significativa de preço de mercado.

Por não serem contratos padronizados, os derivativos de crédito não são negociados em mercados organizados de bolsa, mas sim em mercados organizados de balcão, devendo ser obrigatoriamente registrados para fins de sua validade. Contudo, tendo em vista o grau de sensibilidade do risco que esses derivativos visam a proteger para fins de segurança do mercado, a maior parte dos derivativos de crédito segue os padrões e a nomenclatura desenvolvidos pelo *International Swaps Derivatives Association* (ISDA), o que permite uma atuação mais eficiente por parte dos reguladores do mercado.

Dentre as cláusulas mais relevantes, pode-se destacar aquelas que versam sobre os termos de pagamento ao comprador do derivativo (vendedor de proteção) acerca de sua contraprestação financeira, os eventos de crédito que devem ser observados e os termos de pagamento ao vendedor do derivativo (comprador de proteção) quando da observância de um dos eventos de crédito.

Os derivativos de crédito ocupam importante papel na higidez do sistema financeiro e são objeto de atenção por parte dos reguladores no Brasil mesmo muito antes da crise financeira de 2008. Contudo, sua regulação não se preocupa apenas com o relevante risco que os derivativos de crédito visam a proteger, mas também com os novos riscos

financeiros e custos de transação aos quais os investidores podem se expor ao deles se utilizarem, tais como riscos operacionais, de contraparte, de liquidez e legais.

Por parte das instituições financeiras, um importante aspecto a ser observado no trato com derivativos de crédito é o aspecto regulatório relativo ao capital exigido para essas operações. Isso porque, embora a instituição realize um hedge com o derivativo de crédito, que reduz a exposição ao risco de crédito do banco, não necessariamente haverá a redução da exigência de capital por parte dos reguladores.

No Brasil, a regulamentação dos derivativos de crédito está contida na Resolução nº 2.933 do CMN, de 28 de fevereiro de 2002, que faculta às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen a realização de operações de derivativos de crédito, nas modalidades, formas e condições estabelecidas pelo Bacen. Para fins dessa norma, de forma resumida:

- somente podem atuar na qualidade de contraparte receptora do risco de crédito os bancos múltiplos, a Caixa Econômica Federal (CEF), os bancos comerciais, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito imobiliário e as sociedades de arrendamento mercantil, estas últimas somente quando o ativo subjacente referir-se a créditos oriundos de operações de arrendamento mercantil (leasing);
- consideram-se “derivativos de crédito” os contratos em que as partes negociam o risco de crédito de operações, sem que ocorra, contudo, a transferência do ativo subjacente às referidas operações, ou seja, sem que os créditos decorrentes de operações de empréstimo, financiamento ou de arrendamento mercantil, títulos de crédito, valores mobiliários, fianças, avais, derivativos de crédito e outros instrumentos e contratos financeiros ou comerciais sujeitos a risco de crédito, sejam efetivamente transferidos ao comprador do risco (não há, portanto, novação da dívida);
- designa-se “contraparte transferidora de risco” a parte que adquire o direito de proteção contra um determinado risco de crédito, mediante o pagamento de remuneração pactuada; e “contraparte receptora de risco” a parte que assume o risco de crédito referente ao ativo subjacente, comprometendo-se a pagar à contraparte transferidora do risco, nos termos do contrato e na ocorrência de determinado evento, o valor pactuado;
- o risco de crédito do ativo subjacente deve, necessariamente, ser detido pela contraparte transferidora do risco no momento da contratação, exceto quando se tratar de ativo subjacente regularmente negociado em mercados organizados e cuja formação de preço seja passível de verificação;
- quando o ativo subjacente estiver em sua carteira, a contraparte transferidora do risco de crédito deve manter à disposição do Bacen registros que atestem a existência

do risco desse ativo quando da contratação do derivativo de crédito, estando seu valor limitado ao valor do ativo subjacente. Durante o prazo de vigência do contrato, é vedada a cessão, alienação ou transferência, direta ou indireta, a qualquer título, do ativo subjacente; e

- as operações de derivativos de crédito devem ser obrigatoriamente registradas em entidades registradoras de ativos financeiros devidamente autorizadas pelo Bacen (sendo que a entidade que se enquadra nessa categoria de autorização é a B3).

E, de modo a complementar as disposições da supracitada norma (conforme nela estabelecido), o Bacen, por meio da Circular nº 3.106, de 10 de abril de 2002, estabeleceu duas modalidades de derivativos de crédito passíveis de serem realizadas pelas instituições financeiras sob sua regulamentação: (i) o swap de crédito, quando a contraparte receptora do risco for remunerada com base em taxa de proteção; e (ii) swap de taxa de retorno total, quando a remuneração da contraparte receptora do risco for estipulada com base no fluxo de recebimento de encargos e de contraprestações vinculados ao ativo subjacente (art.1º, incisos I e II).

São vedadas: (i) a realização de opções vinculadas às duas modalidades de operação de swap (de crédito e de taxa de retorno total) permitidas; (ii) a realização de operações entre pessoas físicas ou jurídicas controladoras, coligadas ou controladas; (iii) a recepção do risco de crédito pelas instituições financeiras das pessoas acima referidas; e (d) a realização de operações cujos fluxos não estejam na mesma moeda ou indexador do ativo subjacente (art. 1º, parágrafo único).

Essa norma ainda estabelece o que são os eventos de deterioração de crédito (definidos entre as partes em contrato, relacionados com o ativo subjacente ou com as partes a ele vinculados, e que, independentemente da sua motivação, servem como gatilho para o pagamento, por parte da contraparte receptora do risco, do valor de proteção contratado - art. 2º, inciso II) e quais são as situações que devem, no mínimo, ser estabelecidas em contrato como eventos de crédito para que se caracterize a efetiva transferência do risco de crédito do ativo subjacente (art. 3º, parágrafo 1º, inciso I).

Além disso, e nos termos dos demais incisos do §1º do art. 3º, para que se verifique a efetiva transferência do risco de crédito, (i) o ativo subjacente deve ser legalmente passível de transferência; (ii) não deve haver qualquer coobrigação da contraparte transferidora do risco em relação à parcela do ativo subjacente; (iii) não deve haver cláusula que possibilite o cancelamento unilateral do contrato pela parte receptora do risco de crédito (com exceção da hipótese de não pagamento da remuneração pactuada pela contraparte transferidora do risco); e (iv) não deve haver cláusula que possibilite à contraparte receptora do risco o não cumprimento da obrigação de efetuar prontamente o pagamento do montante devido à parte transferidora na ocorrência do evento de crédito.

Por fim, é importante destacar que as instituições financeiras devem manter à disposição do Bacen, adequadamente documentadas, sua política e procedimentos para realização de operações de derivativos de crédito, bem como os limites de exposição estabelecidos, independentemente da condição de receptora ou transferidora do risco (art. 8º), além de dever informar ao Bacen o nome do diretor responsável pela prática de operações de derivativos de crédito (art. 9º).

10.9. Procedimentos e operações nos ambientes e estruturas de mercado

As operações com derivativos no Brasil são realizadas (negociadas) em mercados organizados de bolsa ou registradas (obrigatoriamente, nos termos da lei, como condição de sua validade) em mercados organizados de balcão.

Os derivativos negociados são propostos pela entidade administradora de mercado organizado de bolsa e, depois de aprovados pelos reguladores, são disponibilizados para negociação pelos investidores no ambiente eletrônico.

As operações devem ser realizadas por meio de instituição financeira intermediária autorizada pela CVM e pelo Bacen, bem como pela entidade administradora de mercado organizado de bolsa, a atuar em seus ambientes de negociação, nos termos de seu regulamento de acesso de participantes.

Posteriormente à realização das operações, as posições que passam a ser detidas pelos investidores (compradas ou vendidas) são mantidas pela câmara ou prestadora do serviço de compensação e liquidação autorizada pela CVM e pelo Bacen, a qual realiza os procedimentos de controle dessa posição e de ajustes diários, sendo, para tanto, garantida com a margem de garantia aportada pelos investidores. Esta entidade que realiza, ao fim, a liquidação do contrato futuro na data de seu vencimento.

A B3 é a entidade hoje autorizada pela CVM a administrar mercados organizados de bolsa e de balcão, bem como possui câmara de compensação e liquidação para fins de tratamento e liquidação das operações com derivativos (que atua não apenas para os derivativos negociados, mas também para os registrados, desde que com garantia).

Esses ambientes e sistemas possuem regras próprias de funcionamento, contidas em seus regulamentos e procedimentos operacionais (normas de autorregulação) aprovadas pelos reguladores, as quais são aplicáveis aos participantes do mercado, sejam eles as instituições intermediárias, os agentes de compensação, os agentes de liquidação e os investidores, dentre outras entidades que participam dos processos de negociação e liquidação das operações com derivativos, mediante adesão.

Os regulamentos e procedimentos operacionais da B3, assim como a relação dos derivativos padronizados passíveis de negociação em seu ambiente de bolsa, podem ser acessados por meio de seu website (www.b3.com.br).

Os derivativos registrados, por outro lado, em que pese não sejam padronizados, devem observar as regras estabelecidas pelas entidades autorizadas pela CVM a administrar mercados organizados de balcão, nas quais serão estabelecidos os procedimentos, tipos de contratos, ativo-objeto aceitos, condições passíveis de aceitação, inclusive para fins de eventual liquidação antecipada.

As operações de derivativos (realizadas prévia e diretamente pelas contrapartes envolvidas ou com o auxílio de uma instituição financeira) são levadas a registro, no ambiente eletrônico disponibilizado pelas entidades autorizadas a administrar mercados organizados de balcão, pelas instituições financeiras autorizadas pelos reguladores e pelas referidas entidades administradoras de balcão, as quais devem observar os termos do regulamento de acesso de participantes.

A liquidação dos derivativos registrados pode ser realizada diretamente entre as contrapartes envolvidas na operação, com o auxílio de uma instituição financeira, ou podem ser realizadas por câmaras de compensação e liquidação, desde que efetuado o depósito das garantias correspondentes.

A entidade autorizada pela CVM a administrar mercados organizados de balcão é a B3, que tem seus próprios ambientes, sistemas e regras de funcionamento, conforme previsto em seus regulamentos e procedimentos operacionais (normas de autorregulação) aprovados pelos reguladores, os quais são aplicáveis aos participantes de registro (ou registradores), investidores e demais entidades que participam do processo de registro.

Os regulamentos e procedimentos operacionais da B3, bem como as normas que contêm as condições para aceitação a registro dos derivativos não padronizados, inclusive a documentação obrigatória a eles relacionada, podem ser acessados por meio de seu site: (www.b3.com.br).

Os derivativos de balcão (registrados), por não serem padronizados, possuem regras mais complexas e/ou agregam em uma mesma operação uma série de elementos de diferentes tipos de derivativos, bem como de cálculo de taxas e de preços. Esses derivativos são denominados derivativos exóticos e, por vezes, por não se enquadrarem nas hipóteses e regras ordinárias, são levados para aprovação específica junto às entidades de balcão para que seja possível efetuar o seu registro.

Vale observar ainda que, tendo em vista a necessidade verificada pelo mercado e pelos reguladores (principalmente depois da crise de 2008 e dos casos, em 2009, de

contratações de derivativos embutidos que causaram perdas de grande monta para as empresas contratantes) acerca da necessidade de haver informações mais fidedignas relativas à exposição das empresas às suas operações com derivativos, para fins de operações de crédito, e uma vez que os derivativos não se mostravam facilmente identificáveis nos balanços, foi criada a Central de Exposição de Derivativos (CED).

A CED (http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/ced.htm) é uma associação sem fins lucrativos, tendo como associadas a FEBRABAN (Federação Brasileira de Bancos), a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) e a B3, que objetiva a concessão de informações sobre a exposição a derivativos de empresas (e, mais recentemente, pessoas físicas) interessadas em obter crédito junto a instituições financeiras, desde que (i) as empresas tomadoras do crédito autorizem as instituições financeiras a obter estas informações junto às entidades de mercado organizado de bolsa e de balcão, por meio da CED; e (ii) as instituições financeiras tenham aderido às condições de funcionamento da CED.

Bibliografia

FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: Produtos e Serviços. 19ª. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2013.

HULL, John C. Fundamentals of Futures and Options Markets. 9ª. ed. United States: Pearson, 2016.

PINHEIRO, Armando Castelar; Saddi, Jairo. Direito, Economia e Mercados. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. Derivativos: Definições, Empregos e Risco. 4ª. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

SZTAJN, Rachel. Futuros e Swaps: uma Visão Jurídica. São Paulo: Cultura Paulista, 1999.

WEISS, David M. Derivatives - a complete guide to alternate instruments. United States: Portfolio, 2014.

YAZBEK, Otavio. Crise, Inovação e Regulação no Mercado Financeiro - Considerações sobre a Regulamentação do Mercado de Derivativos de Balcão. In: SOUZA JR., Francisco Satiro de (Org.). Mercado de Capitais, São Paulo: Saraiva, 2013.

YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. 2ª. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

11

CAPITALIZAÇÃO DAS COMPANHIAS

ANDRÉ GRUNSPUN PITTA

*ADVOGADO. MESTRE E DOUTOR EM DIREITO COMERCIAL PELA
FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO.*

11.1. Companhias abertas

As sociedades por ações (ou companhias) constituem, inegavelmente, instrumento absolutamente relevante na organização da atividade empresarial nas economias de mercado de todo o mundo, justamente em função de sua capacidade de mobilização de capitais e de reunião de técnicas e indivíduos na consecução de um objetivo comum, viabilizando os mais relevantes empreendimentos das sociedades modernas¹.

A origem de companhias organizadas sob forma jurídica assemelhada às atuais sociedades por ações, como é sabido, remonta justamente à necessidade do próprio Estado de mobilizar capitais junto a particulares, em prol do desenvolvimento de um empreendimento extremamente vultoso – a exploração das Grandes Navegações². E, posteriormente, com o mesmo objetivo, o tipo societário passou a ser utilizado por aqueles comerciantes que almejavam tornar-se empresários industriais, a partir do momento em que a constituição de companhias passou a ser aceita com maior flexibilidade.

Nesse contexto, as sociedades por ações são notadamente reconhecidas como o instrumento mais sofisticado de organização empresarial, ao viabilizar a captação da poupança popular para a consecução de determinados empreendimentos.

Dessa forma, é inegável a intensa associação desse tipo societário aos mecanismos de captação de recursos junto ao público investidor e, portanto, ao próprio mercado de valores mobiliários.

Entretanto, as importantes vantagens estruturais desse tipo societário, em comparação aos demais (limitação da responsabilidade dos sócios, livre circulação das participações societárias, perenidade da vida social, possibilidade de mobilizar administradores estranhos aos quadros sociais, entre outras) levaram ao fenômeno de sua adoção mesmo quando não existe a intenção, por parte de seus instituidores, de captar recursos publicamente³, originando as chamadas companhias fechadas⁴.

Apesar de os principais mecanismos estruturais de funcionamento de uma companhia fechada e de uma companhia aberta serem essencialmente os mesmos⁵, o regime

1 Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, modificações*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 83-84.v.1.

2 Cf. LAMY FILHO, Alfredo. A sociedade por ações e a empresa. In: LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 9-10.

3 Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, modificações*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 83-84.v.1.

4 Além disso, a proeminência das sociedades por ações enquanto técnica de estruturação negocial levou à “exportação” de alguns de seus elementos estruturais a outros tipos societários, como é o caso da limitação de responsabilidade de seus sócios.

5 A esse respeito, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “Os mecanismos básicos de funcionamento interno das companhias abertas e fechadas são os mesmos, mas, nas relações com o público as companhias abertas assumem obrigações relevantes e específicas com os participantes dos mercados de valores mobiliários, e o público em geral. Com efeito, a diferença mais importante entre a companhia fechada e aberta é que esta, além das relações (internas) com os investidores

jurídico aplicável a ambas as espécies de sociedades por ações difere⁶, basicamente, em três aspectos principais⁷ - orientados essencialmente pela necessária tutela do mercado, com relação às companhias abertas - quais sejam (i) nos direitos protetivos daqueles que investem seus recursos, na medida em que o investidor de uma companhia aberta, que realiza seu investimento por meio do mercado de valores mobiliários, possui menor poder de barganha com relação aos seus direitos, em comparação com aqueles que disponibilizam seus recursos para a formação de uma companhia fechada; (ii) no regime informacional aplicável às companhias abertas, em decorrência de sua inserção no mercado de valores mobiliários; e (iii) na existência de uma maior quantidade de regras cogentes aplicáveis às companhias abertas.

Evidente, portanto, que, em matéria de companhias abertas, há uma relativa publicização do regime societário, por meio de uma maior intervenção estatal em sua organização, em consideração aos interesses que passam a integrá-la quando ocorre a captação de recursos junto ao público investidor e a negociação dos valores mobiliários por elas emitidos em mercados organizados⁸.

de mercado que são seus acionistas, mantém – pelo fato de participar do mercado como emissora dos valores mobiliários negociados mediante oferta pública, relações com todos os investidores do mercado – inclusive os que não são titulares de valores de sua emissão, mas apenas adquirentes em potencial desses valores” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 84).

6 *“Com efeito, entre a s/A fechada – mera técnica de estruturar um negócio, que poderia eventualmente revestir qualquer outra forma societária – e a s/A aberta – cujos títulos alimentam o mercado de capitais, que apela para o público em busca do capital de risco de que necessita (como vai à rede bancária obter o financiamento em capital empréstimo) – a diferença não é apenas de tamanho ou de grau, é de natureza. Quando uma s/A resolve abrir seu capital ela não pratica, apenas, mero ato de economia interna da empresa: ela aciona mecanismos de crédito público, por cuja idoneidade e regular funcionamento deve responder o Governo, como ‘Minister dei in bonum’, na velha expressão tomística. Altera-se, por via de consequência, todo o relacionamento interno da sociedade, no mesmo passo em que a sociedade assume responsabilidades que concernem, diretamente, com o interesse público. Enquanto a s/A é fechada, os acionistas se conhecem, ou sabem quem são, a assembleia geral é o órgão máximo da sociedade porque é a reunião dos donos, o próprio poder constituinte em ação, e os administradores ou são os próprios donos ou seus prepostos, isto é, pessoas cujas relações se exaurem num âmbito relativamente limitado e estritamente privado de mecanismos jurídicos. Mais ainda, os sócios confiam nos detentores da maioria, ou se entendem por cima da assembleia, em contatos pessoais, em que a armadura societária é mero ritual desprovido de expressão (convocações, atas, reuniões de diretoria, livros de registro, relatórios de diretoria, emissão de ações, etc., etc.). (...) projete-se, agora, a mesma sociedade que abre o seu capital, e vai ao público oferecer suas ações: tudo aqui transmuda. é que então os sócios passam a meros prestadores de capital (na linguagem que o velho C. Com. usava, e, impropriamente, para os comanditários), desinteressam-se pela vida da empresa como tal, para só se importarem com os reflexos da Bolsa que apresentam os títulos, tornando-se, com isso, muito mais vulneráveis em sua boa-fé; as assembleias, à míngua de acionista presentes, perdem sua importância para a administração que se torna, ela sim, o órgão máximo da sociedade; a vida da empresa e o comportamento de sua administração passam a interessar diretamente ao crédito público, pois não apenas pelo tamanho (geralmente grandes empresas) mas pelos reflexos que produz na vida financeira do país, a má gestão pode provocar uma crise e repercutir intensamente em muitos outros setores; as facilidades abertas para o levantamento de recursos – desde o apelo ao mercado de capitais até o progressivo autofinanciamento – exigem, então, a fiscalização pública e impõe o dever de uma intensa publicidade em favor do sócio (‘disclosure’); novos mecanismos – como opções de compra de ações, debêntures conversíveis e outros – passam a ter ampla utilização, para motivar o investidor, ou mobilizar o administrador mais competente; o direito de voto perde expressão, o mesmo ocorrendo com o direito de preferência (quando a ação é vendida ou comprada em Bolsa, por valor de mercado), etc.” (LAMY FILHO, Alfredo. Texto sobre a Reforma da Lei de S.A. In: LAMY FILHO, Alfredo. Temas de S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 39-41.).*

7 *Cf. PITTA, Andre Grunspun. O regime de informação das Companhias Abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 191-192.*

8 *No âmbito das sociedades por ações brasileiras, a maior rigidez estrutural com relação às companhias abertas é fla- grante no tocante às regras que tratam a respeito (i) da estrutura de sua administração e composição de seus órgãos; (ii) dos quóruns de deliberação; (iii) da possibilidade de existência de classes de ações ordinárias e das vantagens atribuídas às ações preferenciais sem direito a voto ou com esse direito restrito; (iv) da possibilidade de emissão de partes benefi- ciárias; (v) da convocação e mecanismos de participação em assembleias gerais; (v) dos negócios relativos ao controle acionário; (vi) das regras contábeis; (vii) do regime informacional.*

A percepção de que os investidores, que se dispõem a alocar sua poupança em investimento em valores mobiliários, carecem de algum grau de proteção em decorrência da situação de vulnerabilidade que muitas vezes se encontram em face dos emissores ou daqueles que se ocupam de intermediar as operações de oferta, compra ou venda desses títulos (em virtude essencialmente das notórias assimetrias informacionais existentes nesse mercado), é inerente ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, tendo orientado, de longa data, o desenvolvimento de sua regulação⁹.

Consequentemente, as premissas que fundamentam as medidas regulatórias destinadas ao mercado de valores mobiliários seguem, em grande parte, a orientação proposta, no âmbito do mercado norte-americano, pelo Securities Act de 1933 e pelo Securities Exchange Act de 1934, centrados essencialmente no estabelecimento de regras destinadas a garantir o amplo acesso à informação nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e, posteriormente, em bases recorrentes, periódica ou eventualmente, no âmbito do mercado secundário no qual eles serão negociados publicamente¹⁰.

Assim, a exigência da prestação de informações no mercado de valores mobiliários traz em si a ideia de que o investidor informado estará simultaneamente protegido contra (i) uma tomada de decisão distorcida, principalmente com relação ao preço do valor mobiliário e aos aspectos qualitativos do emissor; e (ii) práticas abusivas e desvios de conduta daqueles que se encontrariam em posição de superioridade informacional com relação ao investidor, caso a divulgação de informações não fosse obrigatória (como, por exemplo, a própria companhia, administradores, controladores, intermediários ou até mesmos investidores mais informados¹¹.

11.2. O registro de companhia aberta

A definição legal de companhia aberta, no ordenamento jurídico brasileiro, consta do artigo 4º, *caput*, da Lei nº 6.404/76¹², substancialmente replicada no artigo 22, *caput*, da Lei nº 6.385/76¹³. Nos termos dos aludidos dispositivos legais, uma companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

Essa autorização para que os valores mobiliários de uma determinada companhia sejam negociados no mercado de valores mobiliários, mencionada na referida definição, depende, por sua vez, do registro da respectiva companhia como um emissor de valores mobiliários perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nos termos

9 Cf. PITTA, Andre Grunspun (2013). Op. cit., p. 78.

10 Cf. PITTA, Andre Grunspun (2013). Op. cit., p. 83.

11 Cf. PITTA, Andre Grunspun (2012). Op. cit., p. 84.

12 “Art. 4º para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.”

13 “Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.”

do artigo 4º, §1º da Lei das Sociedades por Ações¹⁴ e do 21 da Lei nº 6.385/76¹⁵, ou, excepcionalmente, do seu enquadramento em uma das hipóteses de dispensa desse registro instituídas pela CVM, conforme faculta o artigo 21, §6º, I da Lei nº 6.385/76¹⁶.

Assim, nota-se que o registro a que alude o artigo 21 da Lei nº 6.385/76 confere o *status* de companhia aberta a uma determinada sociedade por ações, pois, a partir da sua concessão, os valores mobiliários de sua emissão passam a estar aptos à negociação no mercado de valores mobiliários¹⁷. Não significa dizer, entretanto, que apenas o aludido registro possui o condão de conferir o *status* de companhia aberta para determinada sociedade por ações, de modo que todas as companhias não registradas perante a CVM são, por definição, companhias fechadas¹⁸.

Isso porque as companhias que se enquadram nas hipóteses de dispensa de registro instituídas pela CVM, nos termos do artigo 21, §6º da Lei nº 6.385/76¹⁹, enquadram-se igualmente na definição de companhia aberta contida no artigo 4º, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações e do artigo 22, *caput* da Lei nº 6.385/76, pois seus valores mobiliários estarão igualmente aptos à negociação no mercado de valores mobiliários²⁰.

Nota-se, portanto, que a qualificação de uma determinada companhia como aberta ou fechada, no regime societário brasileiro, está associada a um critério formal²¹,

14 "Art. 4º (...)

§ 1º somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários."

15 "Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19: i - o registro para negociação na bolsa;

ii - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

§ 1º - somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão."

16 "Art. (...))

§ 6º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando: i - casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados; (...).

17 Cf. PITTA, Andre Grunspun Pitta. Comentários ao artigo 21 da Lei nº 6.385/76. In: PATELLA, Laura; CORDONIZ, Gabriela. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais* – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 447.

18 Cf. PITTA, Andre Grunspun Pitta. (2015). Op. cit., p. 448.

19 Como é o caso, por exemplo, da Instrução CVM nº 476/08, que prevê a dispensa do registro a que alude o artigo 21 da Lei nº 6.385/76 para determinados emissores de valores mobiliários representativos de dívida que realizam ofertas públicas com esforços restritos de distribuição desses valores mobiliários, nos termos da aludida norma.

20 Cf. PITTA, Andre Grunspun Pitta. (2015). Op. cit., p. 449.

21 Sobre a natureza formal da definição de companhia aberta contida na Lei nº 6.404/76, O. Yazbek afirma: "a Lei n. 6.404/76 mudou o rumo que se vinha adotando até então para a definição de companhia aberta. O tema começara a ser tratado no Brasil, vale frisar, com o art. 59 da Lei n. 4.728, de 14-7-1965, que referia as 'sociedades de capital aberto', dizendo que o Conselho Monetário nacional definiria as condições para sua caracterização (o que se fez por intermédio das resoluções CMn n. 106/68 e 176/71). tais sociedades diferenciavam-se das 'companhias abertas' aparecidas a partir da Lei n. 6.404/76, sobretudo por serem caracterizadas a partir de um critério material, o grau de dispersão dos títulos de sua emissão. A opção do diploma de 1976 foi rigorosamente distinta. Assim, ao referir no 'caput' as companhias abertas como aquelas que têm os valores mobiliários por elas emitidos 'admitidos à negociação' em mercado, registrando, no §1º, que apenas poderiam ser assim negociados os títulos de emissão de 'companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários', o art. 4º passou a definir tais companhias a partir daquela obrigatoriedade de registro. A negociabilidade nele consagrada não se confunde com a concreta negociação dos títulos, que é situação de fato. Ainda assim, há autores que interpretam o dispositivo de forma diversa, aproximando-se mais, em suas análises, do conceito que vigorava sob a Lei n. 4.728/65." (YAZBEK, Otavio. As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Sociedades Anônimas*. 2ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 108-109.).

consubstanciado em uma autorização administrativa para a admissão à negociação de seus valores mobiliários em mercados regulamentados, dependente, por sua vez, (i) da obtenção do registro referido no artigo 21 da Lei nº 6.385/76; ou (ii) do seu enquadramento em uma das hipóteses taxativas em que esse registro é dispensado.

A Lei nº 6.385/76, em seus arts. 19 e 21, institui um duplo sistema de registros no mercado de valores mobiliários brasileiro, como requisitos para, respectivamente, a realização de distribuições públicas de valores mobiliários e a negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados (de bolsa e de balcão, organizado ou não organizado).

O registro para negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados a que se refere o art. 21 da Lei nº 6.385/76 é tradicionalmente conhecido como registro de companhia aberta ou registro de emissor e atualmente é regulado pela Instrução CVM nº 480/09 (ICVM 480).

A ICVM 480 estabelece a necessidade de os emissores de valores mobiliários constituírem-se na forma de sociedades por ações,²² exceto nas hipóteses expressamente indicadas, em que outras formas societárias de organização são admitidas (o que é permitido, nos termos do artigo 2º, § 3º, I, da Lei nº 6.385/76).²³

Adicionalmente, a norma exclui expressamente do regime por ela instituído os fundos de investimento (que são objeto de regulamentação própria e específica, a depender de sua modalidade), os clubes de investimento e as sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais, que não obstante também sejam emissores de valores mobiliários. Estes estão sujeitos a normas especiais.

Com relação às categorias de emissores, a ICVM 480 estabeleceu duas categorias distintas, que são, (i) “categoria A”, que autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor; e (ii) “categoria B”, que autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor, exceto ações, certificados de depósito de ações e valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir ações ou certificados de depósito de ações, em consequência de sua conversão ou do exercício dos direitos a ele inerentes.²⁴

22 Cf. artigo 1º da ICVM 480.

23 Nesse sentido, o artigo 33 da ICVM 480 estabelece (i) que os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e cédula de crédito bancário – CCB, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada; e (ii) que emissores que emitam exclusivamente notas comerciais do agronegócio – NCA, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade anônima, sociedade limitada ou cooperativa agrícola. A ICVM 480 estabelece, ainda, em seu artigo 7º, que estão automaticamente dispensados do registro de emissor de valores mobiliários e das obrigações nela previstas: (a) os emissores estrangeiros cujos valores mobiliários sejam lastro para programas de certificados de depósito de ações – BDR Nível I, patrocinados ou não; (b) os emissores de certificados de potencial adicional de construção; (iii) emissores de certificados de investimento relacionados à área audiovisual cinematográfica brasileira; (iv) as empresas de pequeno porte; (v) as microempresas; e (vi) emissores de letras financeiras distribuídas no âmbito de Programa de Distribuição Contínua, regulamentado pela ICVM 400, os quais, entretanto, devem observar diversas regras informacionais previstas na ICVM 480.

24 Cf. artigo 2º da ICVM 480.

O §6º, II, do artigo 21 da Lei nº 6.385/76 atribui à CVM competência para definir as informações e documentos que devem ser apresentados pela companhia para a obtenção do registro, bem como o respectivo procedimento.

A esse respeito, a ICVM 480 estabelece²⁵ que o pedido de registro de emissor deve ser encaminhado à Superintendência de Relações com Empresas da CVM – SEP – e instruído com todos os documentos identificados no Anexo 3 da norma, incluindo:

a) requerimento de registro de emissor de valores mobiliários, assinado pelo diretor de relações com investidores, indicando a categoria de registro pretendida;

b) ata da assembleia geral (ou documento equivalente, caso o emissor não seja constituído sob a forma de sociedade anônima) que houver aprovado o pedido de registro;

c) ato societário que houver designado o diretor de relações com investidores;

d) estatuto social, consolidado e atualizado (ou documento equivalente, caso o emissor não seja constituído sob a forma de sociedade anônima), acompanhado de documento que comprove: (i) aprovação dos acionistas, cotistas, cooperados ou pessoas equivalentes; e (ii) aprovação prévia ou homologação do órgão regulador do mercado em que o emissor atue, quando tal ato administrativo seja necessário para a validade ou a eficácia do estatuto;

e) formulário cadastral e formulário de referência apropriado para a categoria de registro pretendida;

f) demonstrações financeiras referentes aos três últimos exercícios sociais, elaboradas de acordo com as normas contábeis aplicáveis ao emissor nos respectivos exercícios; bem como as demonstrações financeiras especialmente elaboradas para fins de registro, incluindo os comentários da administração sobre as diferenças entre ambas, se for o caso;

g) atas de todas as assembleias gerais de acionistas (ou documentos equivalentes, caso o emissor não seja constituído sob a forma de sociedade anônima) realizadas nos últimos doze meses;

h) cópia dos acordos de acionistas ou de outros pactos sociais arquivados na sede do emissor;

i) cópia do contrato mantido com instituição para execução de serviço de valores mobiliários escriturais, se houver;

25

Cf. artigo 3º da Instrução CVM nº 480/09.

j) formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP, referente ao último exercício social e formulário de informações trimestrais – ITR, referente aos três primeiros trimestres do exercício social em curso, desde que transcorridos mais de quarenta e cinco dias do encerramento de cada trimestre;

k) política de divulgação de informações e política de negociação de ações, se houver;
l) cópia dos termos de posse dos administradores do emissor, nos termos das normas específicas a respeito do assunto;

m) declarações a respeito dos valores mobiliários do emissor detidos pelos administradores, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, nos termos das normas específicas a respeito do assunto.

A ICVM 480 prevê, ainda, os prazos de análise, de atendimento de exigências e de manifestação da autarquia sobre o pedido de registro, bem como as hipóteses em que o procedimento pode ser interrompido ou suspenso²⁶.

Importante destacar que a eventual decisão de indeferimento do pedido de registro jamais ocorrerá em virtude de aspectos associados à natureza do negócio ou do empreendimento subjacente ao emissor, exceto na hipótese de constituição de sociedade por ações por subscrição pública, hipótese na qual a CVM possui a prerrogativa de indeferir o registro do emissor e de sua oferta pública de distribuição por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores, nos termos do artigo 82, §2º, da Lei nº 6.404/76.

Assim, o indeferimento do pedido de registro estará necessariamente associado (i) ao não cumprimento dos aspectos legais e formais do registro; (ii) ao não cumprimento dos prazos aplicáveis; e (iii) ao não cumprimento das exigências formuladas pela SEP, relativas à não prestação das informações exigidas pela ICVM 480 (ou à prestação qualitativamente insatisfatórias); e (b) a irregularidades em seus atos constitutivos e em suas demonstrações financeiras²⁷.

Os principais requisitos associados à obtenção e, posteriormente, manutenção do registro de emissor perante a CVM estão associados à prestação informacional.

A norma, além de trazer um extenso rol de informações que devem ser disponibilizadas no momento do registro, como condição à sua obtenção, e posteriormente, em bases periódicas ou eventuais, como condição à sua manutenção, contém também algumas

²⁶ Cf. artigos 4º a 6º da Instrução CVM nº 480/09.

²⁷ Contra a decisão de indeferimento do pedido de registro de emissor por parte da SEP, cabe recurso ao Colegiado da CVM, no prazo de quinze dias, contados da sua ciência pelo interessado, nos termos da Deliberação nº 463/03.

previsões expressas sobre a forma como essas informações devem ser divulgadas, buscando o incremento da qualidade da prestação informacional e conferindo ao regulador poder sancionador com relação à prestação da informação que não atenda aos princípios estabelecidos, determinando²⁸:

- a) que o emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro, bem como que essas sejam sempre escritas em linguagem simples, clara²⁹, objetiva e concisa;
- b) que o emissor deve divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado;
- c) que as informações fornecidas pelo emissor devem ser úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos;
- d) que sempre que a informação divulgada pelo emissor for válida por um prazo determinável, tal prazo deve ser indicado; e
- e) que as informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas e, sempre que possível e adequado, acompanhadas da indicação de suas fontes.

O artigo 21 da ICVM 480 estabelece o rol de informações periódicas que devem ser prestadas pelos emissores. Além da divulgação anual do Formulário de Referência, destaca-se a obrigatoriedade de divulgação do Formulário de Informações Trimestrais – ITR, das demonstrações financeiras e do Formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP.

As informações eventuais, por sua vez, são elencadas nos artigos 30 e 31 da ICVM 480.

A CVM, possui, ainda, amplos poderes para solicitar modificações ou correções nos documentos apresentados pelas companhias abertas em cumprimento das obrigações periódicas e eventuais³⁰, o envio de informações e documentos adicionais aos exigidos pela ICVM 480 e solicitar esclarecimento sobre informações e documentos enviados³¹.

O Formulário de Referência, considerado a maior inovação introduzida pela ICVM 480, é o documento que reúne as principais informações exigidas das companhias abertas como requisito para concessão e manutenção de seu registro perante a CVM.

28 Cf. artigos 14 a 19 da ICVM 480.

29 Sobre a clareza das informações divulgadas pelas companhias abertas, F. Comparato afirma: “O problema da falta de clareza nas informações prestadas ao público investidor não é resolvido pela supressão de elementos técnicos no conteúdo das informações, mas antes pela obediência a uma linguagem e a um tipo de informes técnicos padronizados. (...) Em suma, a clareza se obtém não pela ausência de técnica, mas pela sua utilização adequada e uniforme” (COMPARATO, Fábio Konder (1990). Op. cit., p. 335).

30 Cf. artigo 57 da ICVM 480.

31 Cf. artigo 56 da ICVM 480.

Com conteúdo bastante abrangente, composto por vinte e um grupos distintos de informações, o Formulário de Referência ampliou o conteúdo das obrigações informacionais aplicáveis às companhias abertas, em comparação com aquelas exigidas pelo Formulário de Informações Anuais – IAN, nos termos da Instrução CVM nº 202/93.

A ICVM 480 estabelece que o Formulário de Referência deverá ser entregue no momento da formulação do pedido de registro de emissor perante a CVM, atualizado anualmente, até o final do mês de maio, e reentregue na data de qualquer pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários³².

Outra importante inovação instituída pela norma foi a previsão de obrigatoriedade de atualização de algumas seções do Formulário de Referência no prazo de sete dias úteis, diante da ocorrência de alguns eventos específicos³³.

11.3. Capital social

Embora o termo “capitalização” seja muitas vezes utilizado em referência ao processo de captação de recursos por uma companhia, sob uma perspectiva técnico-jurídica, o processo de capitalização ocorre apenas quando estamos diante de contribuições feitas ao capital social da companhia.

Capital próprio é formado por bens ou dinheiro à disposição da companhia que não são, como regra, exigíveis, diferentemente do capital alheio, que é colocado na companhia pelos credores, na expectativa de retorno do principal, acrescido da devida remuneração.

O capital social corresponde justamente a esse montante de contribuições em dinheiro, ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro, que os sócios fazem para compor o fundo financeiro mínimo da sociedade, considerado necessário ao exercício da sua atividade.

Trata-se, em verdade, de uma cifra que não tem existência real, haja vista que os recursos

32 Cf. artigo 24 da ICVM 480.

33 No caso dos emissores “categoria A”, são eles (nos termos do artigo 24, §3º, da ICVM 480): (i) alteração de administrador ou membro do conselho fiscal do emissor; (ii) alteração do capital social; (iii) emissão de novos valores mobiliários, ainda que subscritos privadamente; (iv) alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos; (v) alteração dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou variações em suas posições acionárias iguais ou superiores a cinco por cento de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor; (vi) quando qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse atinja participação, direta ou indireta, igual ou superior a cinco por cento de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração, ou tenha sua posição acionária aumentada ou diminuída nesse percentual; (vii) incorporação, incorporação de ações, fusão ou cisão envolvendo o emissor; (viii) alteração nas projeções ou estimativas ou divulgação de novas projeções e estimativas; (ix) celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte referente ao exercício do direito de voto ou poder de controle do emissor; e (x) decretação de falência, recuperação judicial, liquidação ou homologação judicial de recuperação extrajudicial.

são aportados justamente para serem consumidos pela companhia no exercício de sua atividade. Na hipótese de conferência de bens ao capital social da companhia, eles devem corresponder ao valor declarado dos mesmos, a ser verificado por meio de avaliação própria, nos termos do art. 8º da Lei nº 6.404/76. Nas sociedades por ações, não há possibilidade de contribuição para o capital social em serviços.

O capital social constitui, assim, um elemento fundamental do regime das companhias.³⁴ Na esfera societária, o capital social serve como limite à distribuição de resultados pela sociedade, que jamais pode ocorrer em prejuízo ao capital social, como medida para a atribuição de direitos aos sócios se dá em função de sua participação no capital social, bem como constitui uma garantia indireta dos credores.³⁵ Não se pode, ademais, confundir a noção de patrimônio com a noção de capital social. O capital social é uma cifra equivalente às contribuições feitas pelos sócios, enquanto o patrimônio, por sua vez, é formado pelo complexo de bens, direitos e passivos, dotados de valor econômico.

As contribuições feitas ao capital social apenas podem ser devolvidas aos sócios em situações bastante específicas de restituição, resgate ou reembolso. Essa intangibilidade do capital social é também garantida pelo art. 201 da Lei nº 6.404/76, que estabelece que não pode haver distribuição de lucros aos sócios em prejuízo do capital social.

11.4. Modificações do capital social

Dadas as funções exercidas pelo capital social, a Lei nº 6.404/76 estabelece um rito bastante especial para a sua modificação.

O capital social pode ser aumentado na forma indicada no art. 166 da Lei nº 6.404/76:

- a) por deliberação da assembleia geral ordinária, para correção da expressão monetária do seu valor;
- b) por deliberação da assembleia geral ou do conselho de administração nos casos de emissão de ações dentro do limite autorizado no estatuto;
- c) por conversão, em ações, de debêntures ou parte beneficiárias e pelo exercício de direitos conferidos por bônus de subscrição, ou de opção de compra de ações;

³⁴ “Toda a lei de sociedade anônima dedica, por isso, ao capital social uma atenção especial na medida em que, ‘externa corporis’, como elemento formal, constitui garantia de credores como ‘cifra de retenção’ (na expressão de Garrigues) e ‘interna corporis’ é a condição do exercício do poder empresarial.” LAMY FILHO, Alfredo. “Capital Social”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, modificações*. Vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 25.

³⁵ “Isso significa que as contribuições dos sócios, correspondentes à integralização do capital, que passam a integrar o patrimônio da sociedade, somente poderão ser utilizadas na atividade social, não podendo ser devolvidas aos sócios senão, em princípio, na liquidação da sociedade ou, então, na hipóteses expressamente previstas.” FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Credores e Acionistas nos Aumentos de Capital Social*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 237.

d) por deliberação da assembleia geral extraordinária convocada para decidir sobre reforma do estatuto social, no caso de inexistir autorização de aumento pelo conselho de administração ou de ela estar esgotada.

e) Na hipótese de aumento de capital mediante a emissão de novas ações, o preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: (i) a perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; e (iii) a cotação de suas ações, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

É essencial que a operação seja realizada em atendimento ao interesse social (ou seja, os novos recursos devem ser úteis à consecução dos negócios da companhia).

Ademais, todos os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital, na proporção do número de ações que possuem, em prazo não inferior a trinta dias, de modo a manter, caso assim queiram, sua participação relativa no capital social, que constitui, em última instância, a medida de seus direitos políticos e econômicos na companhia.

O acionista poderá, ainda, ceder seu direito de preferência a terceiro, caso não tenha interesse em subscrever novas ações. Cumpre ressaltar que o direito de preferência pode ser excluído ou ter seu prazo de exercício reduzido, excepcionalmente, na hipótese de companhias abertas de capital autorizado, quando a emissão das novas ações ocorrer no âmbito de uma venda em bolsa de valores, subscrição pública ou permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle.

A redução do capital social, por sua vez, é permitida apenas quando houver perda, até o montante dos prejuízos acumulados, ou caso o capital social seja considerado excessivo pelos seus acionistas, sendo certo que na hipótese em que a redução do capital implicar restituição das contribuições dos sócios, ela apenas terá efeito sessenta dias após a publicação da ata da assembleia geral que a tiver deliberado, caso não tenha havido oposição por parte de credores da companhia ou caso tenha ocorrido oposição, desde que tenha ocorrido o pagamento do seu crédito ou do depósito judicial da importância respectiva.

11.5. Capitalização das companhias abertas por subscrição privada

Sob uma perspectiva procedimental, os aumentos de capital em dinheiro são aqueles mais comuns e que suscitam maior quantidade de dúvidas. A seguir, são apresentados alguns aspectos específicos relativos ao aumento de capital por subscrição privada de

ações, em dinheiro.

Conforme acima mencionado, o aumento de capital mediante subscrição privada integralizada em dinheiro pode ser deliberado:

(i) pela assembleia geral ou conselho de administração da companhia, observado o que a respeito dispuser o estatuto, nos casos de companhias com capital autorizado (art. 166, inc. II e art. 168, §1º, b da Lei nº 6.404/76); ou

(ii) pela assembleia geral, nos demais casos (art. 166, inc. IV da Lei nº 6.404/76).

Vale ressaltar que a integralização de pelo menos 3/4 do capital social é condição essencial à possibilidade de aumentá-lo (art. 170 da Lei nº 6.404/76).

O aumento de capital por deliberação da assembleia geral poderá ocorrer:

(i) nas companhias com capital autorizado, (a) quando o estatuto social indicar a assembleia geral como órgão autorizado para deliberar o aumento de capital independentemente de reforma estatutária; e (b) quando o aumento de capital pretendido for superior ao limite do capital autorizado; e

(ii) nas companhias sem capital autorizado.

Na hipótese de companhias com capital autorizado em que o estatuto social indicar a assembleia geral como órgão autorizado para deliberar o aumento de capital independentemente de reforma estatutária, a assembleia geral extraordinária para deliberar acerca do aumento de capital instalar-se-á na forma do Art. 125 da Lei nº 6.404/76, ou seja, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 do capital social com direito de voto, ou, em segunda convocação, com qualquer número de presentes.

Nas demais hipóteses, nas quais a realização do aumento de capital depende de alteração do estatuto social, a assembleia geral extraordinária instalar-se-á na forma do art. 135 da Lei nº 6.404/76, ou seja, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 2/3 do capital social com direito de voto, ou, em segunda convocação, com qualquer número de presentes. O mesmo se aplica para a inclusão, no estatuto social, de cláusula prevendo a autorização para o aumento de capital sem necessidade de reforma estatutária, na forma prevista no artigo 168 da Lei nº 6.404/76.

A deliberação sobre o aumento de capital será tomada por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco (art. 129 da Lei nº 6.404/76).

Entretanto, se o aumento de capital implicar a criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes sem guardar proporção com as demais classes, não previstas ou autorizadas pelo estatuto, esses atos dependerão da aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto (artigo 136, I da Lei nº 6.404/76), ficando sujeita à prévia aprovação ou ratificação por assembleia

especial da classe de ações preferenciais prejudicada pela deliberação, caso haja.

Ademais, nas companhias com capital autorizado, o conselho de administração poderá deliberar sobre o aumento de capital, dentro do limite autorizado, conforme previsão do estatuto social, desde que seja o órgão indicado para tanto.

Nos termos do artigo 168 da Lei nº 6.404/76, a autorização estatutária para aumento de capital independentemente de reforma estatutária deve especificar o limite de aumento, em valor do capital ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas, ressalvado que o limite, quando fixado em valor do capital social, deve ser atualizado anualmente, corrigido pela assembleia geral ordinária, com base nos mesmos índices adotados na correção do capital social (artigo 182, § 2º, da Lei nº 6.404/76).

A autorização por número de ações confere maior flexibilidade para a realização de aumento de capital independentemente de reforma estatutária, haja vista a flexibilidade na fixação do preço de emissão das ações, nos termos e de acordo com os parâmetros previstos no artigo 170 da Lei nº 6.404/76, bem como o fato de, na prática, o limite de aumento de capital, quando fixado em valor do capital social, raramente ser atualizado.

Nesse caso, recomenda-se que o artigo do estatuto social que indica o valor do capital social da companhia e sua divisão em ações seja atualizado mediante deliberação na próxima assembleia realizada pela companhia, contemplando os aumentos realizados dentro do limite do capital autorizado. Essa deliberação não está sujeita ao rito do artigo 135 da Lei nº 6.404/76, uma vez que este foi devidamente cumprido quando da inclusão da previsão estatutária acerca do capital autorizado.

Na hipótese de alterações no número de ações que compõe o capital social, em virtude de desdobramento ou grupamento devidamente aprovados pelo conselho de administração ou assembleia geral, conforme o caso, deverá se proceder, também, à atualização da cláusula estatutária que versa sobre o capital autorizado, na hipótese em que é fixado em quantidade de ações, de modo a manter a proporcionalidade entre capital autorizado e capital social. Essa deliberação não está sujeita ao rito do artigo 135 da Lei nº 6.404/76, por se tratar de mero ajuste na proporção das ações do capital autorizado, em relação ao capital social.

Na hipótese de aumento de capital a ser aprovado por assembleia geral, a proposta da administração da companhia acerca do aumento de capital deverá conter as informações demandadas no Anexo 14 à Instrução CVM nº 481/09.

Na hipótese de aumento de capital a ser deliberado pelo conselho de administração, dentro do capital autorizado, é imprescindível a divulgação, ao mercado, das informações acima contidas. Anexo 30-XXXII à Instrução CVM nº 480/09.

O ato societário que deliberar sobre a emissão mediante subscrição particular deve

dispor sobre as sobras de ações não subscritas e sua destinação, podendo mandar vendê-las em bolsa, em benefício da companhia, ou rateá-las, na proporção dos valores subscritos, entre os acionistas que tiverem pedido reserva de sobras no boletim ou lista de subscrição (Art. 171 da Lei nº 6.404/76).

A prática mais usual é o rateio e a venda em bolsa do saldo não rateado. Nesse sentido, normalmente, durante o período de exercício do direito de preferência, os subscritores poderão manifestar, no boletim de subscrição, interesse em subscrever as sobras das ações não subscritas.

Caso seja de interesse da companhia, esse rateio poderá ocorrer sucessivamente até que se esgotem as sobras, sem que haja, nesse caso, a necessidade de previsão da quantidade de rateios a serem realizados no ato societário que deliberou o aumento de capital, dada a impossibilidade de definir quantos rateios serão necessários para tanto.

Entretanto, caso seja do interesse da companhia acelerar a operacionalização do seu aumento de capital, principalmente quanto já existir compromisso firme de subscrição por parte do acionista controlador ou outros acionistas, ela poderá, desde logo, fixar no ato societário a quantidade de rateios a serem realizados e o compromisso de realizar leilão de sobras, caso elas existam após os rateios realizados.

Importante ressaltar, ainda, que o registro do leilão de sobras perante a CVM é necessário quando o respectivo volume for superior a 5% do aumento de capital, ressalvado que, caso, a despeito desse percentual, as sobras representem menos de 1/3 das ações em circulação no mercado (considerando as novas ações ofertadas para o cálculo das ações em circulação, desde que os valores mobiliários já estejam admitidos à negociação), o registro se dará mediante análise simplificada de documentos, nos termos do artigo 6º da ICVM 400, com a divulgação das informações do leilão sendo feitas por edital, sem utilização de prospecto.

Após o prazo de subscrição e o respectivo tratamento das sobras (rateios e leilão), é fundamental a determinação do momento em que o aumento de capital se efetiva, para que as novas ações possam passar a ser negociadas em mercado.

Como se sabe, a Lei nº 6.404/76 não exige a realização de um segundo ato societário (assembleia de acionistas ou reunião do conselho de administração, conforme o caso) para proceder à verificação, conferência ou homologação do aumento de capital, ao contrário do que ocorreria no regime societário anterior (Decreto Lei nº 2.627). Dessa forma, compete à companhia, de acordo com sua estrutura interna de governança, avaliar e estabelecer o procedimento aplicável a essa verificação.

Entretanto, é fundamental que a efetivação do aumento, mediante a respectiva verificação da subscrição, uma vez formalizada, seja devidamente comunicada ao mercado, informando a quantidade final de ações integralizadas.

12

O ACIONISTA CONTROLADOR NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS

*ADVOGADO, DIRETOR DA COMISSÃO DE
VALORES MOBILIÁRIOS DE 2001 A 2004.*

CARLA WAINER CHAL RÊO LGOW

*MESTRE EM DIREITO CIVIL PELA UNIVERSIDADE DO ESTADO DO
RIO DE JANEIRO (2012), BACHAREL EM DIREITO PELA PUC-RIO
(2007), PROFESSORA DOS CURSOS DE PÓS-GRADUAÇÃO LATO SENSU
DOS CURSOS DE DIREITO CIVIL CONSTITUCIONAL DO CEPED /
UERJ, DE DIREITO PRIVADO PATRIMONIAL DA PU C-RIO E DE
DIREITO DOS CONTRATOS DO INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO
CIVIL (IBDCIVIL), AUTORA DO LIVRO **DIREITO DE PREFERÊNCIA**,
PUBLICADO PELA EDITORA ATLAS (2013), ADVOGADA.*

LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS¹
CARLA WAINER CHALRÉO LGOW²

SUMÁRIO: 1. PODER DE CONTROLE: ORIGENS E CONCEITO. 1.1. ORIENTAÇÃO DOS ADMINISTRADORES. 2. MODALIDADES DE CONTROLE: MAJORITÁRIO, MINORITÁRIO, GERENCIAL E EXTERNO. 3. CONTROLE ISOLADO E CONTROLE COMPARTILHADO. 3.1. EXERCÍCIO DO CONTROLE COMPARTILHADO PELA CELEBRAÇÃO DE ACORDO DE ACIONISTAS. 4. DEVERES E RESPONSABILIDADES DO ACIONISTA CONTROLADOR.

12.1. Poder de controle: origens e conceito

Na primeira metade da década de 1980, em seu clássico *O poder de controle na sociedade anônima*, Fábio Konder Comparato difundiu a consagração oficial, pela então recente Lei n.º 6.404/76 (“Lei das S.A.”), “da realidade do poder de controle como elemento fundamental da economia societária”³. Reconheceu-se, assim, o fenômeno do poder de controle, até então relegado à categoria de simples fato extrajurídico, como essencial para o direito societário.

Antes disso – expõe o autor –, assistia-se a um descompasso entre o sistema jurídico então vigente e a realidade social, tendo em vista que o modelo legal anterior

*“concebia as companhias como destituídas de mando ou controle pré-determinado, admitindo que os negócios sociais fossem decididos, em assembleia, por uma maioria formada ad hoc, após amplos debates e momentânea deliberação. Daí decorria a disciplina da assembleia geral e do exercício do direito de voto como um verdadeiro direito eleitoral, quando a realidade cotidiana não cessava de desmentir essa concepção ‘parlamentar’”*⁴.

De fato, relatam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira que “o fenômeno do controle da companhia somente passou a ser estudado a partir da década de 1930; e até

1 Advogado. Diretor da Comissão de Valores Mobiliários de 2001 a 2004.

2 Mestre em direito civil pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (2012). Bacharel em Direito pela PUC-RIO (2007). Professora dos cursos de pós-graduação lato sensu dos cursos de Direito Civil Constitucional do CEPED/UERJ, de Direito Privado Patrimonial da PUC-RIO e de Direito dos Contratos do Instituto Brasileiro de Direito Civil (IBDCivil). Autora do livro *Direito de preferência*, publicado pela Editora Atlas (2013). Advogada.

3 COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 7-8. A obra, cuja edição original foi elaborada antes mesmo da entrada em vigor da Lei das S.A., é de leitura obrigatória para aqueles que pretendem se aprofundar no estudo do tema. Vale conferir também: LAMY FILHO, Alfredo. *O acionista controlador na nova Lei das S.A.* In: LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 149-166. e BERLE JUNIOR, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *Società per azioni e proprietà privata*. Tradução de Giovanni Maria Ughi. Torino: Giulio Einaudi, 1966.

4 COMPARATO. 1983, op. cit., p. 6. Mais adiante o autor ratifica que “a tendência do anonimato, ou encobrimento do poder de controle, coincidindo com a consagração legislativa da assembleia geral como ‘órgão soberano’, cujas deliberações obedecem a uma disciplina jurídica análoga às eleições populares, só se firmou com a generalização do princípio democrático-parlamentar no Ocidente. Mas ela não suprimiu a realidade do poder, na economia societária” (COMPARATO, 1983, p. 23).

a LSA nenhuma legislação havia reconhecido a existência do acionista controlador e regulado a sua função”⁵. A seguir, explicam que muito embora o fenômeno do controle exista e seja estudado nos mais diversos ordenamentos jurídicos, a Lei das S.A. inovou ao reconhecer a figura do acionista controlador e da sociedade controladora, atribuindo-lhes deveres e responsabilidades próprios⁶.

A finalidade precípua da Lei das S.A. ao definir a figura do acionista controlador, aliás, é justamente lhe conferir deveres e responsabilidades peculiares, diversos dos inerentes aos demais acionistas da companhia. Isto é, “caracterizado o acionista como controlador, o mesmo assume responsabilidades e obrigações especialíssimas, sendo irrelevante o modo legal através do qual este controle foi exteriorizado”⁷.

Atualmente, a definição de controle pode ser extraída do artigo 116, caput, da Lei das S.A., pelo qual

“entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

Depreende-se, ainda, o conceito de controle do parágrafo segundo do artigo 243 do mesmo diploma legal, pelo qual “considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”⁸.

Dá-se vê que o poder de controle, na definição da Lei das S.A., é poder de fato, e não jurídico⁹. Isto é, para ser controlador, o acionista não precisa deter um percentual

5 Princípio majoritário e acionista controlador. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 815. v. 1.

6 Princípio majoritário e acionista controlador, op. cit., p. 819.

7 WALD, Arnoldo. O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 110, abr./jun. 1998, p. 8.

8 Dá-se vê que o controle pode ser exercido de modo direto, quando o controlador é o próprio acionista da companhia, ou indireto, quando ele é acionista controlador da sociedade controladora da companhia. Nas palavras de José Luiz Bulhões Pedreira, o controle indireto “é modalidade de poder própria de um grupo ou estrutura de sociedades. A relação de poder não é parte da organização interna de uma das sociedades, mas do grupo, pois vincula o papel de acionista controlador de uma sociedade aos órgãos sociais de outra. A fonte do poder são as relações societárias entre as sociedades, e o poder é exercido indiretamente – através dos órgãos de outra sociedade” (Cessão de quotas de ‘holding’ de companhia aberta. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 625. v.2. parte 3.).

9 Diz-se que o controle é poder de fato, e não jurídico, pois o poder de controle não integra os direitos da ação, isto é, cada ação confere apenas o direito de um voto. Já o poder de controle surge do fato da reunião, em uma mesma pessoa ou grupo de pessoas, de quantidade de ações capaz de formar a maioria nas deliberações das assembleias gerais. O poder de controle não é assegurado por previsão legal, não é objeto autônomo de direito, na medida em que não pode ser adquirido nem transferido independentemente do bloco de controle, tampouco é direito subjetivo (cf. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Princípio majoritário e acionista controlador, cit., p. 827-828).

mínimo de ações ou, mais genericamente, de “direitos de sócio” que lhe assegurem o controle. Para controlar uma sociedade, é necessário deter o efetivo poder de comandá-la, o que se materializa, de acordo com o conceito legal, por meio da predominância nas assembleias gerais, da escolha dos administradores e da definição das linhas básicas da atuação social. Justamente por isso, aliás, como será visto no item 2, infra, existem diversas modalidades de controle, e não apenas o controle majoritário, que se caracteriza, em síntese, quando uma pessoa (ou grupo de pessoas unido por acordo de voto ou sob controle comum) detém mais de cinquenta por cento das ações com direito de voto da companhia e utiliza essa participação para efetivamente orientar o funcionamento da sociedade.

A configuração do poder de controle exige permanência, de modo que maiorias eventuais não se ajustam à definição legal. A questão da permanência assume maior relevância quando o controle está nas mãos de uma minoria, inexistindo um acionista (ou grupo de acionistas) com a titularidade de ações representativas de mais de cinquenta por cento do capital social votante. Em geral, diz-se que, para atender ao requisito da permanência, a predominância de um acionista ou grupo de acionistas deverá prevalecer por, no mínimo, três assembleias gerais.

Nessa linha, na “Seção II – Definições” do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da B3 (nova denominação da BM&FBovespa), há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao grupo de pessoas vinculado por acordo de acionistas ou sob controle comum “que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante”¹⁰. A presunção incide na hipótese de alienação do controle, prevista na Seção VIII do Regulamento. A antiga Resolução n.º 401/76 do Conselho Monetário Nacional, atualmente revogada e que dispunha sobre a alienação do controle de companhias abertas, estabelecia o mesmo parâmetro, isto é, considerava como acionista controlador o titular de ações que lhe assegurassem “a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da companhia”¹¹.

Na visão de José Waldecy Lucena, contudo, o ideal seria exigir, para a configuração do controle, a prevalência do poder em assembleias de três exercícios sociais, e não a

10 Versão do Regulamento em vigor desde maio de 2011. Os segmentos especiais de listagem do mercado de valores mobiliários (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais) foram criados pela B3 há mais de 10 anos, com vistas a desenvolver o mercado de capitais brasileiro. As companhias listadas voluntariamente em tais segmentos respeitam regras mais rígidas de governança corporativa, cumprindo uma série de exigências não previstas na Lei das S.A. A presunção de controle em razão da predominância nas três últimas assembleias gerais, aliás, consta não só no Regulamento do Novo Mercado, como também nos regulamentos dos demais segmentos especiais de listagem.

11 Item IV da antiga Resolução n.º 401/1976 do Conselho Monetário Nacional. Em sentido semelhante: COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 19. ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 308-309. v. 2. José Edwaldo Tavares Borba, por sua vez, adota como critério para a configuração da permanência a predominância nas duas últimas assembleias gerais: “Esse poder de permanecer, que se apura recorrendo à história das assembleias pode resultar da manifesta predominância de um acionista ou de um grupo de acionistas nas duas últimas assembleias, posto que essa sequência fática de poder já seria um indicador de permanência” (Direito societário. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 366).

simples prevalência em três assembleias consecutivas, ordinárias ou extraordinárias, independentemente dos intervalos de tempo em que tenham sido realizadas¹².

Justamente pela circunstância de o controle se caracterizar como poder de fato, há quem afirme que “quem tem a maioria e não a utiliza é sócio majoritário, mas não é controlador”¹³. Isto é, a configuração do poder de controle “não prescinde da circunstância fática de que ele seja efetivamente exercido”¹⁴. Nessa linha, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2001/9686, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) manifestou o entendimento de que a Lei das S.A. exige, para a configuração do controle, que efetivamente “o acionista controlador use esses direitos para dirigir as atividades sociais”¹⁵.

Resta saber se o titular de ações que, em tese, tem assegurada a maioria de votos na assembleia geral, mas não utiliza efetivamente o poder para impor sua vontade na condução dos negócios sociais, estará sujeito aos deveres e responsabilidades que a Lei das S.A. impõe ao acionista controlador. A questão está longe de ser pacífica. Para Nelson Eizirik a resposta é negativa¹⁶. Fábio Konder Comparato, por sua vez, responde afirmativamente à questão. Na opinião do autor, a exigência do “uso efetivo” do poder de controle somente é relevante nas companhias em que inexistente a figura de um acionista (ou grupo de acionistas) titular da maioria absoluta do capital social votante. Nessas situações, “o titular de direitos de sócio que lhe assegurariam a preponderância nas deliberações sociais, em razão da dispersão acionária, pode manter-se ausente das assembleias gerais, perdendo com isto, de fato, o comando da empresa”. Por outro lado, a seu ver, nas sociedades em que existe, sim, um acionista (ou grupo de acionistas) com mais de cinquenta por cento do capital votante, “o desuso ou mau uso do poder não é elemento definidor do status” de controlador¹⁷. Desse modo, explica Calixto Salomão Filho, em atualização à obra de Comparato, que “o acionista majoritário será responsável por sua negligência no exercício do poder de controle e pelos danos que daí resultam (art. 186 c/c art. 927 do Código Civil)”¹⁸.

Mauro Rodrigues Penteado, assumindo posição intermediária, entende que o detentor da maioria das ações com direito de voto, em princípio, deve ser considerado o controlador, mas acredita que ele poderia, sim, se eximir dos deveres e responsabilidades atribuídos por lei ao acionista controlador desde que comprovasse que

12 LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 1.081. v. 1.

13 José Edwaldo Tavares Borba. *Direito societário*, cit., p. 366.

14 Nelson Eizirik. A Lei das S.A. comentada. cit., p. 668. v. 1.

15 Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2001/9686, Rel. Dir. Marcelo Fernandez Trindade, j. 09.04.2002, v.u. Grifou-se.

16 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 669. v. 1. Igualmente, Ricardo Ferreira de Macedo, ao tratar do controle gerencial (objeto de análise no item 2, infra), explica que quando o controle da companhia está nas mãos da administração, e não do acionista majoritário, este não poderá ser responsabilizado pelo “exercício inadequado de um poder [de controle] que ele sequer possui” (MACEDO, Ricardo Ferreira. *Controle não societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 140.).

17 O poder de controle na sociedade anônima, cit., p. 67.

18 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 74. Nota de texto de Calixto Salomão Filho.

“outrem, e não ele, exercita efetivamente o poder de comando. (...) Verifica-se comumente o caso na sucessão do acionista controlador por seus herdeiros que não conhecem sequer o negócio empresarial, dirigido, por muitos anos, pelo de cujus. Será também a hipótese de legado de ações de controle a instituição filantrópica, totalmente estranha aos negócios da companhia. É igualmente o caso do acionista majoritário que nunca se interessou pelo exercício efetivo do controle, confiando a outro grupo essa atribuição”¹⁹.

Em situações como essa, isto é, em que existe um acionista majoritário, mas que não exerce efetivamente o controle da companhia, o Colegiado da CVM, de modo no mínimo controverso, já afirmou que

“eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea ‘a’ do art. 116, embora preencha o da alínea ‘b’. Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 115)”²⁰.

Vê-se, assim, que o artigo 116 da Lei das S.A. estabelece requisitos cumulativos para a configuração do acionista controlador e, assim, do poder de controle, que podem ser resumidos nos seguintes itens, ressalvadas, obviamente, as peculiaridades apontadas nos parágrafos anteriores: (i) prevalência nas assembleias gerais, de modo permanente; (ii) poder de eleger a maioria dos administradores (é possível que, em razão de disposições do estatuto social ou mesmo de acordo de acionistas, “um grupo de acionistas tenha a maioria nas deliberações da Assembleia Geral mas não eleja a maioria dos administradores”²¹); e (iii) exercício efetivo do poder de controle.

Cabe notar ainda que o art. 116 da Lei das S.A., não por acaso, vincula a definição do acionista controlador à titularidade de “direitos de sócio” que lhe assegurem o controle, e não necessariamente à titularidade de ações. Assim, no julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ 2005/4069, afirmou-se que a expressão “direitos de sócio” está a indicar que “acordos e contratos que transfiram o direito de voto também são utilizados na definição de acionista controlador, para fins do art. 116 da Lei das S.A.”²². Em outra oportunidade, aliás, já afirmamos que “o poder de domínio efetivo sobre a companhia pode não decorrer do exercício do voto, mas da celebração de contrato”²³.

19 PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros, out./dez. 1989, p. 16.

20 Processo Administrativo CVM nº RJ 2005/4069, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 11.04.2006, v.u. Grifou-se.

21 Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Princípio majoritário e acionista controlador, cit., p. 817.

22 Processo Administrativo CVM nº RJ 2005/4069, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 11.04.2006, v.u.

23 Processo Administrativo CVM nº RJ 2003/10954, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 11.11.2003.

No caso em questão, uma das acionistas, que em princípio não deveria ser classificada como parte integrante do controle somente por ter celebrado um contrato de gestão com a companhia, acabou por ser considerada, de fato, controladora, em razão de seu poder de domínio efetivo, que decorria não do exercício do voto, mas sim da celebração de contrato, pois a acionista valia-se dos votos do grupo controlador para exercer a gestão da companhia. Ressalvamos, na ocasião, que se a tal

Ainda a respeito da expressão “direitos de sócio”, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira citam como exemplo o usufrutuário de ações. Não há dúvidas de que o direito de voto, por si só, não pode ser transferido separadamente, mas, no caso de constituição de usufruto de ações, a Lei das S.A. permite que o direito de voto (junto com outros direitos) seja atribuído ao usufrutuário e, nesse caso, apesar de ele não ser, a rigor, o titular das ações (já que a titularidade mantém-se nas mãos do nu-proprietário), caso preencha os requisitos necessários à configuração do poder de controle, estará sujeito ao regime de deveres e responsabilidades próprio do acionista controlador.

12.1.1. Orientação dos administradores

Se, em geral, o poder de controle se manifesta nas assembleias gerais, com o exercício do direito de voto pelo controlador, tendo, aliás, Tullio Ascarelli o definido como “a possibilidade de uma ou mais pessoas imporem a sua decisão à assembleia da sociedade”²⁴, é também verdade que o poder de controle “transcende as prerrogativas legais da própria assembleia”²⁵.

Por exemplo, fora das assembleias gerais, o controle é exercido de forma indireta, “face à dependência em que se colocam os administradores diante do titular do poder de controle”²⁶. Daí a afirmação de Fábio Konder Comparato segundo a qual é possível distinguir três níveis nos quais “se estabelece a estrutura de poder na sociedade anônima: o da participação no capital ou investimento acionário; o da direção; e o do controle”²⁷. E daí a razão de terem afirmado Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira que “na companhia em que a maioria da Assembleia Geral é pré-constituída, o poder político é exercido pelo acionista ou grupo controlador dentro e fora das reuniões da Assembleia. Sua ação configura, portanto, cargo de administrador supremo, que se sobrepõe aos órgãos formais da companhia, e que dirige os órgãos administrativos”²⁸.

Se, por um lado, é certo que cada órgão social tem certas competências indelegáveis (o art. 139 da Lei das S.A. estabelece que “as atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos da administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto”), não há dúvidas, por outro lado, de que, no direito brasileiro, o controlador pode, validamente, orientar a atuação dos administradores²⁹.

acionista deixasse de exercer a administração e o controle de fato da companhia, poderia tornar-se acionista minoritária, com todos os consectários legais.

24 ASCARELLI, Tullio. *Problemi Giuridici*. T. I. Milão: Giuffrè, 1959, p. 267. Tradução livre. No original: “Controllo – e cioè possibilità di uno o più soggetti di imporre la propria decisione all'assemblea della società”.

25 Fábio Konder Comparato. O poder de controle na sociedade anônima, cit., p. 18.

26 José Edwaldo Tavares Borba. Direito societário, cit., p. 364.

27 O poder de controle na sociedade anônima, cit., p. 26.

28 Princípio majoritário e acionista controlador, cit., p. 818.

29 Nessa linha, já afirmamos: “O acionista controlador passa a ser órgão da companhia e sua influência, conforme reconhece a lei, não se restringe ao voto na assembleia. Antes ao contrário, diversas disposições legais deixam claro que o acionista controlador pode e deve orientar os negócios sociais e as atividades dos órgãos de administração, evidentemente

Aliás, já afirmamos, em outra oportunidade³⁰, que todos os administradores, inclusive aqueles indicados e eleitos por outros acionistas, deverão pautar a sua conduta de acordo com a orientação dada pelo acionista controlador, que, em princípio, é o intérprete do interesse social. E é exatamente por esta razão que a Lei das S.A. criou um regime todo especial para o acionista controlador, estabelecendo, dentre outras regras, que é modalidade de exercício abusivo do poder de controle a orientação da companhia para fim estranho ao objeto social ou a adoção de política que não tenha por fim o interesse social.

A assertiva é válida, inclusive, com relação ao conselho de administração. Isto é,

“se a companhia tem acionista controlador que usa do poder, que lhe reconhece o art. 116, de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, o Conselho de Administração não tem autonomia para fixar soberanamente a orientação geral dos negócios da companhia”³¹.

Seria mesmo um contrassenso que pudesse haver dois interesses sociais e que, numa situação de dissenso, prevalecesse o ponto de vista dos administradores em detrimento da visão do intérprete natural do interesse social, o acionista controlador.

O poder de orientação dos administradores pelo acionista controlador legitima-se pelo fato de que os acionistas são os únicos que contribuem para o capital social, indispensável ao funcionamento da companhia e da atividade empresarial. Assim, não seria razoável a opinião do administrador prevalecer sobre a dos proprietários do capital.

A orientação da administração pelo acionista controlador, evidentemente, encontra limite no respeito à legalidade e ao estatuto social. Aliás, os administradores não se eximem de seus deveres e responsabilidades por terem cumprido ordens do acionista controlador, seja diretamente, seja ao observarem deliberação da assembleia geral: “não pode o administrador, portanto, alegar a obediência a ordem superior como excludente de responsabilidade”³². Dessa forma, orientações que vierem do acionista controlador

sempre no interesse social” (Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/1999, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. 17.04.2002. Declaração de voto do Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos).

30 CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: 2009, p. 1.119 e seguintes. v.1.

31 Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Princípio majoritário e acionista controlador, cit., p. 822.

32 Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Princípio majoritário e acionista controlador, cit., p. 821. Isso porque o administrador da sociedade anônima tem deveres e responsabilidades próprios, inerentes à sua função. Dessa forma, ainda que sua atuação esteja vinculada às instruções de algum acionista específico, ou mesmo de terceiros, tal conduta não o isenta de seus deveres e responsabilidades. Nessa linha, vale conferir o seguinte precedente do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro: “Ação de Indenização movida por ex-diretor estatutário de sociedade anônima contra a acionista controladora, em face de estar o autor sendo responsabilizado civil e criminalmente por atos de administração. Pretensão de receber ressarcimento por danos materiais e morais, sob a alegação de que a acionista controladora teria agido com abuso de poder na sociedade controlada. 1. Se o autor era Diretor Financeiro e Administrativo da Sociedade Anônima e, nessa qualidade, está respondendo civil e criminalmente pelo não recolhimento de contribuições previdenciárias da empresa, não pode pretender receber da sócia controladora os valores decorrentes dessa retenção, até porque, ainda que

e que forem manifestamente ilegais ou contrariarem o estatuto social não deverão ser cumpridas pelos administradores – antes deverão ser, ao contrário, recusadas.

Especialmente após a reforma da Lei das S.A. pela Lei nº 10.303/2001, essa possibilidade de o acionista controlador orientar a atuação dos membros da administração ficou ainda mais clara, na medida em que o art. 118, § 8º, da lei acionária passou a prever expressamente que “o presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado”³³. Essa questão será objeto de análise mais detida mais adiante.

12.2. Modalidades de controle: majoritário, minoritário, gerencial e externo

Costuma-se classificar o controle em majoritário, minoritário, gerencial e externo, sendo que apenas as três primeiras modalidades referem-se ao controle interno, e, a rigor, somente os controles majoritário e minoritário, efetivamente fundados na participação acionária, enquadram-se na definição do artigo 116 da Lei das S.A.

O controle majoritário caracteriza-se pela presença de um acionista ou grupo de acionistas detentor, de modo isolado, de mais de cinquenta por cento das ações com direito de voto da companhia. É a forma mais comum de exercício do controle nas sociedades anônimas brasileiras, que se caracterizam pela concentração do poder nas mãos de poucos acionistas. Aliás, como relatam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, “a LSA foi elaborada e promulgada quando todas as companhias abertas existentes no Brasil – com exceção de duas ou três – estavam sob controle de um acionista ou grupo de acionistas”³⁴. Em tais companhias, verifica-se “uma sobreposição entre a propriedade das ações que asseguram o poder de controle e as funções executivas, particularmente aquelas atribuídas ao conselho de administração”³⁵. Apenas mais recentemente vem-se observando o aparecimento de companhias sem controlador definido, e mesmo assim de um modo tímido.

Já o controle minoritário configura-se quando, diante da inexistência de pessoa ou grupo de pessoas titular de mais da metade das ações com direito de voto, um acionista

a controladora fosse responsável por esse fato, o administrador que praticar ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador, nos termos do parágrafo 3. do art. 117 da Lei 6404/76 (Lei das Sociedades Anônimas). O devedor solidário só pode exigir do codevedor a sua cota se pagar a dívida por inteiro, conforme o disposto no art. 913 do Cód. Civil [atual artigo 283, CC 2002]. 2. Nem aproveita ao autor alegar que a sócia controladora foi a responsável por atos ilegais, destinados a fraudar terceiros, porquanto como Diretor Financeiro e Administrativo tinha conhecimento e participava de todos os atos de gestão e, como tal, também responsável por quaisquer atos ilícitos praticados na administração da empresa, nos termos do parágrafo 1. do art. 158 do Diploma Legal que rege as sociedades anônimas. 3. Apelo improvido” (TJ/RJ, 16ª CC, AC 2000.001.05138, Rel. Des. Nilson de Castro Dião, j. 13.06.2000, v.u.).

33 Grifou-se.

34 Princípio majoritário e acionista controlador, cit., p. 819.

35 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 394.

ou grupo de acionistas titular de percentual menor é capaz de ter assegurados, de modo permanente, a predominância nas assembleias gerais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

A existência do controle minoritário é reflexo da dispersão acionária, ainda em estágio inicial no mercado de valores mobiliários brasileiro, daí o pequeno número de companhias em que se verifica essa modalidade de controle³⁶.

As companhias com capital pulverizado são justamente aquelas em que a dispersão acionária é significativamente elevada, inexistindo um acionista ou grupo de acionistas detentor de mais da metade das ações com direito de voto. São nessas companhias em que o poder de controle, no Brasil, vem sendo exercido de fato por acionistas que, em conjunto, comparecem às assembleias gerais e são capazes de fazer prevalecer sua vontade nas deliberações, incluindo aí as deliberações relativas à eleição dos membros da administração³⁷.

Como ressaltado por Fábio Konder Comparato, em geral um controle minoritário bem estruturado pode ser tão eficiente quanto um controle majoritário. Há, no entanto, certas deliberações que a Lei das S.A. faz depender da aprovação de metade, no mínimo, das ações com direito a voto da companhia, a exemplo das deliberações relativas à mudança do objeto social, fusão, cisão e incorporação (art. 136 da Lei das S.A.)³⁸. Esse quorum qualificado, contudo, pode ser reduzido pela CVM nas companhias abertas que apresentem dispersão acionária, e cujas três últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto (art. 136, § 2º, da Lei das S.A.).

O controle gerencial, por sua vez, é aquele exercido pelos administradores em situações de extrema dispersão acionária, combinada com acentuada passividade e absenteísmo dos acionistas nas assembleias gerais. Na lição de Berle e Means, “nenhum acionista, unicamente com base em sua participação acionária, é capaz de exercer pressão determinante na administração, tampouco de acumular um percentual acionário capaz de assegurar direitos de voto suficientes para o exercício do controle”³⁹.

Nessas situações, os administradores exercem o controle “por meio da aceitação de suas recomendações de voto pela maioria dos acionistas que tenham respondido aos

36 Muito diferente, por exemplo, é a realidade norte-americana. Por lá, a pulverização acionária é extremamente acentuada, de modo que o controle de grandes companhias é exercido pelos membros da administração.

37 AZEVEDO, Luís André N. de Moura. Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 228-229.

38 O poder de controle na sociedade anônima, cit., p. 51.

39 Adolf A. Berle Junior. e Gardiner C. Means. *Società per azioni e proprietà privata*, cit., p. 83. Tradução livre. No original: “nessun azionista è in grado, sulla base unicamente della sua partecipazione azionaria, di esercitare una pressione determinante sull'amministrazione né di avvalersi di tale partecipazione come nucleo di rilievo, attorno a cui polarizzare la maggioranza dei voti necessaria per il controllo”.

pedidos de procuração (proxies) encaminhados na forma do art. 126, §2º da Lei das S/A e da Instrução CVM n.º 481, de 17 de dezembro de 2009⁴⁰. Isto é, os administradores solicitam procurações aos acionistas e, representando-os, suplantam o absenteísmo, prevalecendo nas assembleias gerais.

Na lição de Ricardo Ferreira de Macedo, os administradores enviam aos acionistas

“relatórios de performance, prognósticos, propostas e metas de gestão e outros materiais de propaganda gerencial, convenientemente acompanhados de uma procuração que, se convencidos a tanto, os acionistas assinarão, outorgando, assim, poderes aos próprios administradores para exercício do direito de voto em assembleia geral. Com poucas procurações assinadas, os administradores asseguram sua permanência nos quadros da companhia por mais um mandato, findo o qual o processo tende a ser repetido”⁴¹.

Há ainda quem conceitue o controle gerencial como aquele em que, em um ambiente em que inexistente acionista controlador e em que é ampla a discricionariedade dos administradores, são estes últimos que, sem recorrer à assembleia geral, tomam quase todas as decisões da companhia, normalmente no âmbito do conselho de administração⁴².

Seja como for, classifica-se o controle gerencial como modalidade de controle interno, pelo fato de ser exercido interna corporis, por meio de órgãos sociais, ainda que não necessariamente no seio da assembleia geral. Nota-se que o controle gerencial representa o extremo da separação entre propriedade acionária e poder de controle.

Em princípio, em situações de controle gerencial não se devem aplicar aos administradores, por analogia, as regras de responsabilização do acionista controlador⁴³. Isto não significa, por outro lado, que os acionistas da companhia ficarão desprotegidos diante de possíveis abusos cometidos pela administração, já que a Lei das S.A. prevê diversas normas atinentes à conduta e às responsabilidades dos administradores (notadamente arts. 153 a 159 da Lei das S.A.), um tanto quanto simétricas às normas que regulamentam os deveres e responsabilidades do acionista controlador, e que serão objeto de análise detida mais adiante⁴⁴.

40 Luís André N. de Moura Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras, cit., p. 229.

41 Controle não societário, cit., p. 129.

42 WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. Poderes de controle no âmbito da companhia. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. GUERREIRO, Walfrido Jorge Warde Júnior e Carolina Dias Tavares (Coord.). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 502-503.

43 Nessa linha: Walfrido Jorge Warde Júnior e Rodrigo Rocha Monteiro de Castro. Poderes de controle no âmbito da companhia, cit., p. 512; Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Mercado de capitais: regime jurídico, cit., p. 399; e Ricardo Ferreira de Macedo. Controle não societário, cit., p. 138.

44 Ricardo Ferreira de Macedo. Controle não societário, cit., p. 138. Acerca dos deveres e responsabilidades dos administradores, vale conferir: Luiz Antonio de Sampaio Campos. Deveres e responsabilidades, cit., p. 1.084-1.262.

No Brasil, as companhias abertas com dispersão acionária estão, em regra, sujeitas ao controle minoritário, e não ao controle gerencial. Nessa linha, ao traçar as origens da atual configuração do poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado, Luís André N. de Moura Azevedo explica que, historicamente, a pulverização deu-se “no âmbito de ofertas públicas – primárias e secundárias – de ações ordinárias realizadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores a partir de 2005”. Nessas ofertas,

“os antigos controladores majoritários, além de terem suas participações diluídas em razão da subscrição de novas ações votantes por grande número de investidores, também optaram por alienar parte relevante de suas ações em ofertas públicas secundárias, realizando os ganhos e mantendo investimentos minoritários nas respectivas companhias”⁴⁵.

Ou seja, as atuais companhias abertas com controle minoritário são resultado de operações passadas de abertura de capital, em que os antigos controladores majoritários passaram à condição de controladores minoritários.

Ocorre que muitos desses controladores não pretenderam deixar de exercer o poder de controle, apesar de terem alienado ações representativas de relevantes parcelas do capital social votante. Justamente por isso, diversos estatutos de companhias oriundas de tais processos de abertura de capital, a pretexto de garantir a dispersão acionária e de proteger a companhia de tomadas hostis de controle, contêm mecanismos que visam a dificultar ou mesmo a impedir a tomada do controle por outros grupos, isto é, o surgimento de uma nova maioria política. O exemplo mais categórico desse tipo de previsão são as chamadas “poison pills”.

De fato, nos últimos anos, tem crescido o número de companhias cujos estatutos preveem que, quando alguém atinge determinado percentual de ações com direito de voto da companhia, é obrigado a realizar uma oferta pública para adquirir as demais ações em circulação. Como se isso não bastasse, passaram a ser incluídas, também, nos estatutos sociais de algumas companhias, disposições acessórias às “poison pills”, que visam a protegê-las contra reformas estatutárias. São as chamadas “cláusulas pétreas”. Esse tipo de disposição costuma impor aos próprios acionistas que venham a aprovar a supressão ou a modificação da cláusula de “poison pill” a obrigação de realizar oferta pública com vistas a adquirir a totalidade das ações da companhia, seguindo o mesmo prêmio previsto no estatuto social para a aquisição de ações no caso de aplicação da cláusula de “poison pill”. A legalidade desse tipo de disposição acessória já foi objeto de análise pela CVM, que decidiu, por meio da edição do Parecer de Orientação nº 36, não aplicar penalidades aos acionistas que votarem pela retirada ou modificação da “poison pill” do estatuto social, ainda que não

45 Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras, cit., p. 236.

realizem a oferta pública exigida pela cláusula pétrea⁴⁶.

Vê-se, portanto, que, algumas vezes, o poder de controle minoritário nas companhias abertas brasileiras de capital pulverizado é exercido “pelos acionistas que, anteriormente à abertura de capital, eram titulares do poder de controle majoritário, e passaram a deter participação minoritária”⁴⁷.

Além do controle majoritário, do controle minoritário e do controle gerencial, tem-se, ainda, o controle externo, não societário, sem previsão expressa na Lei das S.A. e exercido mediante “influência dominante”⁴⁸. Não decorre do exercício do direito de voto no âmbito das assembleias gerais, tampouco de decisões tomadas no âmbito dos órgãos da administração, mas sim de fatores extrassocietários: “o controlador, no caso, não é necessariamente nem membro de qualquer órgão social, mas exerce o seu poder de dominação ab extra”⁴⁹. Ou, na lição de Guilherme Döring Cunha Pereira, “a última palavra na orientação da empresa não procede de um acionista nem dos administradores da sociedade”⁵⁰.

O controle externo, portanto, não se caracteriza como controle acionário e, assim, diz-se que de sua configuração não decorre qualquer consequência no âmbito societário, não incidindo ao controlador externo os deveres e responsabilidades próprios do acionista controlador⁵¹.

46 Vale mencionar que as “poison pills”, da forma com que vêm sendo utilizadas pelas companhias abertas brasileiras, não correspondem ao mecanismo homônimo do direito norte-americano. Naquele âmbito, as “poison pills” consistem basicamente em “planos de direitos atribuíveis aos acionistas, que estabelecem que a realização de oferta pública [voluntária] de aquisição de controle, tendo por objeto certa companhia-alvo e/ou a aquisição de participação acionária para além de certos limites de participação acionária na companhia-alvo, sem a aprovação de seus órgãos de administração, atribui aos demais acionistas direitos de aquisição ou subscrição de ações, normalmente, a preços bastante inferiores aos praticados pelo mercado”, com o objetivo justamente de diluir a participação do ofertante (NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 136.). Daí terem afirmado Francisco Antunes Maciel Müssnich e Vitor de Britto Lobão Melo que “já é conhecido o nosso entendimento da inadequação da utilização da expressão ‘poison pill’ para denominar as medidas defensivas de proteção à tomada hostil de controle utilizadas hodiernamente nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras” (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. Considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (brazilian pills). In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 574.). A respeito das “poison pills”, ou melhor, das “brazilian pills”, vale conferir também: (i) OIOLI, Erik Frederico. *Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. (especialmente a partir da página 193); e (ii) CARVALHOSA, Modesto. As poison pills estatutárias na prática brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 25. Mais recentemente, o Colegiado da CVM, após afirmar que o processo sancionador não seria sede para firmar entendimento abstrato acerca da legalidade ou não das “poison pills” e das cláusulas pétreas, e após reiterar os termos do Parecer de Orientação n.º 36/09, ateve-se a verificar se, no caso concreto, houve conflito de interesses na deliberação que promoveu a alteração estatutária para inclusão da “poison pill”, sem cláusula pétrea (Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2014/0591, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. j. 12.07.2016, v.u.).

47 Luís André N. de Moura Azevedo. Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras, cit., p. 238.

48 Fábio Konder Comparato. *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 68.

49 Fábio Konder Comparato. *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 68.

50 PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 4.

51 Nelson Eizirik. A Lei das S.A. comentada. V. 1, cit., p. 667. Nessa linha, lembra o autor que o Superior Tribunal de Justiça, no início da década de 1990, no julgamento do Recurso Especial n.º 15.247, rejeitou a tese de que seria

Uma hipótese em que se verifica o controle externo é relacionada a situações de extremo endividamento da sociedade. Nesses casos, a parte credora, em geral uma instituição financeira, que em razão de seu direito de crédito pode levar a sociedade à falência, passa a “dominar” a devedora.

Na visão de parte da doutrina, essa assunção do controle da companhia pelo credor pode ocorrer em razão de as ações representativas do bloco de controle estarem empenhadas justamente para garantir a dívida contraída pela sociedade. Isso porque, embora a Lei das S.A. estabeleça que o penhor de ações não impede o acionista de exercer o direito de voto, permite que se estabeleça, no contrato, “que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações” (art. 113 da Lei das S.A.).

Na visão dessa corrente, então, o contrato de penhor poderia estipular diversas hipóteses de voto vinculado, de modo que o credor assumiria “posição predominante na sociedade, como autêntico controlador”⁵².

Contudo, nem todos concordam com esse ponto de vista. A doutrina majoritária limita a atuação do credor pignoratício, reiterando que a lei não lhe autoriza “direcionar (determinar) o voto do devedor pignoratício acionista”⁵³, pois “assim como o voto do acionista não pode ser alienado ou cedido, também não pode o acionista comprometer-se a votar conforme determinação de terceiro”⁵⁴. O que poderia ser estabelecido contratualmente, então, seria apenas o direito de o credor pignoratício impedir o voto do acionista devedor em certas deliberações⁵⁵.

Seja como for, o fato é que o controle externo em razão do endividamento da sociedade devedora pode ser exercido mesmo diante da inexistência de penhor sobre as ações representativas do bloco de controle. Como explica Fábio Konder Comparato,

*“mesmo sem essa caução das ações de controle, os maiores credores de uma sociedade em situação financeira difícil podem assumir o seu controle de facto, impondo condições para a renovação de empréstimos ou a reforma de dívidas, tais como a reorganização empresarial e o remanejamento da administração social”*⁵⁶.

possível caracterizar como controlador certa sociedade que exercia o controle externo da “controlada”, refutando, assim, a possibilidade de responsabilização de tal sociedade com fulcro no art. 117 da Lei das S.A.

52 Fábio Konder Comparato. *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 69.

53 REGO, Marcelo Lamy. Direito de voto. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. V. 1, cit., p. 393-396. v. 1.

54 Marcelo Lamy Rego. *Direito de voto*, cit., p. 393-396.

55 Em outros ordenamentos jurídicos, como o português, incidem normas distintas, sendo possível, inclusive, a atribuição do direito de voto ao credor pignoratício. Como explica Tiago Soares da Fonseca, “no direito português, a regra é o exercício dos direitos sociais competir ao titular das ações, salvo convenção em contrário das partes. Às partes é permitido, se o quiserem, dissociar a titularidade das ações do exercício dos direitos decorrentes dessa titularidade. Esta regra não é consagrada noutros ordenamentos jurídicos” (FONSECA, Tiago Soares da. *O penhor de ações*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007, p. 81.).

56 PENTEADO, Mauro Bardawil. *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 70.

Cabe ressaltar, a esta altura, a clara distinção entre as posições jurídicas do acionista e do credor. Especialmente ao exercer o controle interno da companhia, o acionista tem o dever legal de direcionar o poder de que é investido para fazer com que a companhia não só realize seu objeto social, mas também cumpra sua função social. Enquanto o acionista deve observar o interesse social, o credor, controlador externo, em princípio pode exercer suas prerrogativas em função de seus próprios interesses, ainda que em contraposição ao interesse social.

Assim, por exemplo, o credor responde perante a companhia se, na defesa de seus interesses pessoais, causar dano à sociedade. Já o acionista, ao contrário, não pode colocar seus interesses pessoais acima do interesse social, pois é obrigado a votar em prol do melhor interesse da companhia, respeitando os demais acionistas. Do contrário, responde por abuso de poder de controle, nos termos do art. 117 da Lei das S.A. É o que explica, por outras palavras, Mauro Bardawil Penteado, comparando o acionista com o credor pignoratício que tem como garantia ações da companhia:

O acionista controlador, para além da vinculação imposta pelo art. 115, que determina que seu voto deva ser exercido no interesse social, isto é, no interesse de todos os sócios utti socii, está incumbido de usar esse verdadeiro poder de que é investido com o fim de fazer a companhia realizar seu objeto social e cumprir sua função social, respeitando e atendendo aos interesses dos demais acionistas, dos trabalhadores e da comunidade em que atua. O descumprimento de tais funções acarreta responsabilidade por abuso de poder. Já o controlador externo, ao exercer suas prerrogativas contratuais, atua com interesses diversos daqueles que orientam o controlador interno. Como já comentado, o controlador externo, aqui representado pelo credor pignoratício, está adstrito a observar apenas o seu interesse como credor, quer dizer, enquanto esse poder for necessário para a realização ou conservação do seu direito de garantia. Apenas a exacerbação desses interesses, que causem dano à sociedade, é que podem submetê-lo à ação de reparação por perdas e danos com base nos arts. 187 e 927 do Código Civil⁵⁷.

Da mesma forma, ressalta José Edwaldo Tavares Borba que a posição jurídica do acionista é bem diferente da de credor, porque, independentemente de se tratar de um controlador ou de um minoritário, o fato é que o acionista é titular de uma unidade do capital e, nessa qualidade, participa da sociedade, ao passo que o credor tem apenas uma ingerência externa limitada⁵⁸. Este último não participa da sociedade, nem se submete aos deveres impostos pela Lei das S.A., estando adstrito a observar o seu interesse enquanto credor que, de maneira geral, limita-se a preservar o seu direito de exigir o pagamento, resguardando as garantias de seu crédito. Não se pode deixar de mencionar, contudo, que dentro do possível deve o credor defender seu crédito da forma menos onerosa para o devedor.

57 *O penhor de ações no direito brasileiro*. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 180-181.

58 Direito Societário, cit., pp. 242-243.

Exatamente por conta das diferenças entre as posições jurídicas de acionista e de credor, a doutrina tem alertado para o fato de que “o campo e o limite da ilicitude de um é inteiramente diverso do outro”. Para Carlos Celso Orcesi da Costa, isso torna o controle externo ainda mais distante do controle interno: “os interesses do contratante externo são inteiramente diversos dos interesses sociais ou dos interesses dos acionistas, majoritários ou minoritários. Este enfoque separa ainda mais o controle externo do interno: o campo e o limite da ilicitude de um é inteiramente diverso do outro”⁵⁹.

Segundo este autor, não somente é lícito que a parte credora tente obter o máximo de garantia e a diminuição do risco, como também é, em realidade, a sua obrigação perante a instituição que dirige. No entanto, se esse mesmo credor ocupar a posição de acionista, como controlador interno sua postura deve ser outra, até porque “o limite de legalidade num ou noutro tipo de comportamento é sensivelmente diferente, o que nos leva a considerar, em síntese, que o controle externo não foi considerado especificamente pela Lei nº 6.404, nem em seu art. 116 nem em qualquer outro”⁶⁰.

Outras situações em que se costuma identificar o controle externo são aquelas (i) em que os fornecedores da companhia encontram-se em situação de oligopólio ou monopólio, ou (ii) “de dependência de determinada sociedade industrial em relação àquele que lhe adquire com exclusividade toda a produção, e que poderá ser uma empresa individual, uma outra sociedade, ou o próprio Estado, sem que haja qualquer participação acionária do sujeito ou entidade dominante na companhia produtora”⁶¹.

Diante do exposto, já é possível verificar que o estudo das modalidades do controle não assume importância meramente teórica. Além da questão da aplicação, ou não, das regras da Lei das S.A. relativas aos deveres e responsabilidades do acionista controlador a depender do tipo de controle⁶², outra diferença importante, a título exemplificativo, tem relação com a incidência, ou não, do artigo 254-A da Lei das S.A., que regula a oferta pública obrigatória para aquisição das ações dos acionistas minoritários, por ocasião da alienação do controle de companhia aberta (“OPA”).

Na opinião de Nelson Eizirik, por exemplo, diante de uma companhia com controle minoritário, apesar de poder ser identificado um acionista controlador, nos moldes do artigo 116 da Lei das S.A., com as responsabilidades inerentes à sua posição, caso

59 COSTA, Carlos Celso Orcesi da. Controle externo nas companhias. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 44. out./dez. 1981, p. 73.

60 Carlos Celso Orcesi da Costa. Controle externo nas companhias, cit., p. 73.

61 COMPARATO, Fábio Konder. Poder de controle na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 9. mar. 1973, p. 71.

62 Tradicionalmente, como visto, diz-se que as normas sobre deveres e responsabilidades do acionista controlador não incidem ao controle externo. Numa visão inovadora, Ricardo Ferreira de Macedo considera que não é razoável “permitir que esses agentes exógenos aos loci formais de controle da empresa exerçam controle efetivo sobre ela sem a imposição de um sistema de responsabilidades simétrico àquele direcionado ao controlador acionário”, pois isto importaria “dar de ombros à realidade de poder na empresa e à necessidade de disciplina desse poder” (Controle não societário, cit., p. 173).

esse acionista decida alienar sua participação a terceiros, não seria necessário realizar oferta pública para aquisição das ações com direito a voto dos acionistas minoritários:

Somente existe um bloco de controle, como uma universalidade que pode ser objeto de negócios jurídicos próprios, se ele for composto por ações representativas de mais da metade do capital votante da companhia, de forma a assegurar ao seu titular, em qualquer circunstância, o exercício do poder de controle. Nas companhias sujeitas ao controle minoritário, não existe um bloco de controle, mas apenas um conjunto de ações com direito a voto que, ocasionalmente, permite ao seu titular – o acionista controlador – exercer as prerrogativas que identificam o poder de controle. Dessa forma, diante da inexistência de um bloco de controle, não há como ocorrer uma alienação de controle, apta a ensejar a aplicação da regra prevista no artigo 254-A da Lei das S.A., em companhias sujeitas ao controle minoritário ou naquelas que não possuam controlador definido⁶³.

É que enquanto parte da doutrina entende que o conceito de controle, decorrente do artigo 116 da Lei das S.A., deve ser utilizado para fins de aplicação do artigo 254-A, outros consideram que os conceitos não se confundem.

A Comissão de Valores Mobiliários já teve oportunidade de manifestar seu entendimento acerca da questão, em procedimento administrativo que versava justamente sobre a eventual necessidade de realização de OPA diante da transferência indireta do controle de fato (minoritário)⁶⁴. Contrariando decisão da Superintendência, o Colegiado da autarquia desobrigou o consórcio de investimentos Telco S.p.A., que tinha como principal acionista a Telefônica S.A., de realizar oferta pública visando a adquirir as ações dos minoritários da TIM Participações S.A.

Em 2007, Pirelli & C. S.p.A. e Sintonia S.p.A., duas companhias que, juntas, eram titulares de cem por cento do capital social da Olimpia S.p.A., alienaram sua participação societária detida na Olimpia para o consórcio Telco, o que poderia representar uma alteração no controle de fato da Telecom Italia S.p.A. e, indiretamente, de sua controlada brasileira TIM. É que, na época, Olimpia era proprietária de 17,99% das ações votantes da Telecom Italia, sendo sua principal acionista. Daí a pretensa alienação de controle.

Não obstante, após analisar o recurso do consórcio Telco, a CVM concluiu que ele não adquirira o controle da TIM, ao comprar dos grupos Pirelli e Sintonia a totalidade das ações de emissão da Olimpia, sendo inexigível, assim, a oferta pública pretendida pelos fundos de investimento, requerentes do procedimento administrativo. A

63 EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, São Paulo: Quartier, 2010, p. 186. No mesmo sentido: MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 89, jan./mar. 1993, p. 42-44.

64 Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/1956, Rel. Dir. Eliseu Martins, j. 15.07.2009, v.m.

inexigibilidade da OPA, nesse caso, ocorreu porque o Colegiado, por maioria, entendeu que não houve alienação de controle. Se tivesse chegado a uma conclusão diferente, seria o primeiro caso no Brasil em que uma alienação de controle minoritário ensejaria a OPA em questão.

Identificar o exercício do poder de controle em situações de participação menor que cinquenta por cento do capital votante pode ser uma missão difícil, ainda mais quando envolve participações indiretas e companhias estrangeiras, como foi o caso. Tanto é assim que a questão foi analisada de modo díspare pelos diretores. O diretor Marcos Barbosa Pinto acompanhou o voto vencido do relator do processo, Eliseu Martins, que viu ali uma alienação indireta de controle e, em consequência, a necessidade da realização da oferta pública. Os outros três membros do colegiado discordaram da linha do relator. No entanto, ao justificarem seus votos, valeram-se de fundamentações distintas. Para Eli Loria, a aplicação do artigo 254-A “não abrange a alienação de controle minoritário”. Otávio Yazbek não encontrou elementos fáticos suficientes para caracterizar o poder de controle exercido pela Olimpia. Entretanto, ao contrário de Eli Loria, admitiu em tese a exigibilidade da OPA em transferência de controle minoritário, muito embora, como ele próprio declarou, seja difícil detectar o controle nessas situações. Já a presidente Maria Helena Santana se apoiou na regulamentação italiana, segundo a qual a aquisição de participação inferior a 30%, como foi o caso, não representaria transferência de controle.

Vê-se, assim, que embora o Colegiado tenha considerado inexigível a OPA no caso concreto, parte de seus membros admitiu, ao menos em tese, a possibilidade de aplicação do artigo 254-A em situações de alienação do controle minoritário, ao contrário da posição defendida por Nelson Eizirik, antes referida. A questão está longe de ser pacífica.

Se, por um lado, discute-se, para efeito da incidência do artigo 254-A da Lei das S.A., se somente a alienação do controle majoritário deve ser considerada, ou se também a alienação do controle minoritário deveria ser capaz de disparar o mecanismo ali previsto, de outro lado, não se põe a questão da aplicação do referido artigo caso se trate de companhia sob controle gerencial ou externo. Esclareça-se, ainda, que a discussão referente ao art. 254-A é relativa apenas à exigibilidade, ou, não, da realização da oferta pública, não havendo dúvidas de que, no que tange ao regime de deveres e responsabilidades, tanto o controlador majoritário como também o minoritário estão sujeitos às regras próprias estabelecidas na Lei das S.A., a exemplo do artigo 117, de que se tratará mais adiante.

Examinadas as modalidades de exercício do poder de controle, passa-se, no item seguinte, a tratar do controle exercido de modo isolado ou compartilhado.

12.3. Controle isolado e controle compartilhado

O poder de controle da sociedade anônima pode ser exercido (i) isoladamente, quando um único acionista, em razão do percentual de ações com direito de voto (ou “direitos de sócio”) de que é titular, é capaz de atender, sozinho, aos critérios do art. 116 da Lei das S.A., ou (ii) de modo compartilhado, exercido por grupo de pessoas, naturais ou jurídicas, vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum.

Em geral, o controle compartilhado é exercido por meio da celebração de acordo de acionistas, mas se admite, ainda, a configuração dessa espécie de controle mesmo se inexistir tal acordo, quando se está diante de pessoas que “embora de modo informal, constituem um evidente bloco de comando”⁶⁵.

Vê-se, assim, que o controle conjunto não depende de “acordo de voto” formal, arquivado na companhia, podendo, até mesmo, consistir em acordo tácito. De fato, como explica Fábio Konder Comparato, “se o reconhecimento do poder de controle devesse ficar submetido ao arbítrio dos próprios controladores, segundo o arquivamento ou não do instrumento contratual na companhia, toda a disciplina da vida societária, fundada na realidade do poder, perderia sentido”⁶⁶.

Por outro lado, inexistindo acordo formal relativo ao exercício do poder de controle, “a prova da existência de acordo de votos competirá a quem alegar”⁶⁷. Em outra oportunidade, aliás, já afirmamos que, diante da ausência de acordo de acionistas formal, “um acionista ser ou não controlador é um fato que depende de comprovação, não podendo ser presumido”⁶⁸. A assertiva é válida ainda que se trate de pessoas integrantes de um mesmo grupo familiar, pois este fato, por si só, não significa necessariamente que elas representem um mesmo grupo de interesses.

Nessa linha, aliás, já manifestamos o entendimento de que, ausentes outras evidências de que os acionistas representam um mesmo grupo de interesses, não se pode concluir a sua existência apenas em razão da relação de parentesco. Exemplo disto são os diversos casos que se tem notícia de questões envolvendo acionistas da mesma família – pais e filhos, irmãos e primos, tios e sobrinho – que têm definido posicionamento contrário em assuntos envolvendo a administração de companhias, conflitos estes ocasionados ou resultantes de questões intrinsecamente familiares⁶⁹.

Há, por fim, o controle por pessoas sob controle comum, isto é, quando um grupo de sociedades, todas acionistas de uma terceira (a controladora em comum), somam quantidade de ações capaz de assegurar o comando da sociedade nos termos previstos

65 José Edwaldo Tavares Borba. *Direito societário*, cit., p. 367.

66 O poder de controle na sociedade anônima, cit., p. 64.

67 José Edwaldo Tavares Borba. *Direito societário*, cit., p. 367.

68 Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2000/0389, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 07.05.2002, v.u.

69 Processo Administrativo CVM nº RJ 99/5850, referido no Processo Administrativo CVM nº SP 2000/0389, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 07.05.2002.

no art. 116 da Lei das S.A.

Dada a sua relevância para a prática societária, o controle compartilhado via celebração de acordo de acionistas será analisado mais detidamente no item a seguir.

12.3.1. Exercício do controle compartilhado pela celebração de acordo de acionistas

O acordo de acionistas é modalidade de negócio jurídico que se caracteriza pela manifestação de vontade de dois ou mais acionistas de uma mesma companhia, que convencionam determinadas matérias, visando a regular o exercício dos direitos referentes às suas participações societárias.

A Lei das S.A., em seu artigo 118, dispõe que o acordo de acionistas, espécie de pacto parassocial, terá por objetivo regular as relações entre acionistas referentes à compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito de voto e *exercício do poder de controle*.

Não há dúvidas de que, enquanto instrumentos contratuais que existem às margens da sociedade, os acordos de acionistas têm por escopo compor e atender os interesses individuais/privados dos sócios, o que, diga-se de passagem, é absolutamente legítimo.

Apesar disso, e justamente porque se destinam a produzir efeitos perante a sociedade, as pactuações dos acordos de acionistas sujeitam-se a um importante limite: o interesse social⁷⁰. Assim, “as cláusulas dos acordos de acionistas podem complementar procedimentos ou regular interesses privados dos acionistas, desde que não afrontem as normas legais e não contrariem os princípios que inspiram as sociedades anônimas”⁷¹.

No tocante especificamente aos acordos de comando, consagrados pela Lei n.º 10.303/01 que, ao reformar a Lei das S.A., acrescentou expressamente o poder de controle dentre as matérias que podem ser objeto do acordo de acionistas, trata-se de espécie de acordo de voto que visa ao exercício do poder de controle comum.

Na prática, os pactuantes reúnem um bloco de ações capaz de lhes assegurar o controle, seja majoritário, seja minoritário, somando os seus votos.

No mais das vezes, explica a doutrina, caracterizam o controle compartilhado as combinações de algumas das seguintes modalidades de cláusulas constantes de acordos de acionistas:

70 Como, aliás, já ressaltava Waldirio Bulgarelli na década de 1980: “Os limites a tais acordos [de acionistas] encontram-se na exigência de não contrariar os interesses sociais nem ferir direitos de outros acionistas” (Questões de direito societário. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, p. 30).

71 Nelson Eizirik. Acordo de acionistas. Invalidez de cláusula que impõe obrigação à companhia. Prevalência do interesse social sobre os termos do acordo de acionistas. Invalidez de contrato acessório que obriga a companhia a adquirir as próprias ações. In: Temas de direito societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 8.

“(i) acordo de voto conjunto para determinadas matérias, que somente podem ser objeto de aprovação, em assembleia geral ou em reunião do conselho de administração, se aprovadas em reunião prévia dos integrantes do acordo de acionistas; (ii) direito de preferência para aquisição das ações do signatário que deseja retirar-se da companhia; (iii) direito de eleger um número determinado de membros da diretoria e do conselho de administração; (iv) necessidade de aprovação, por parte do todo ou de maioria qualificada dos signatários, para o ingresso de novos sócios; e (v) direito de veto sobre matérias relevantes para o desenvolvimento dos negócios da companhia, como aumento de capital, distribuição de dividendos, investimento ou empréstimos acima de certo valor, incorporação, fusão e cisão, etc.”⁷².

De fato, os acordos de controle, frequentemente, vêm combinados com os chamados acordos de bloqueio, que têm por principais finalidades assegurar a manutenção do poder nas mãos dos mesmos acionistas, que originalmente firmaram o pacto parassocial, bem como impedir o ingresso, no bloco de controle, de terceiros indesejados. Esses acordos de bloqueio, que versam sobre a compra e venda das ações dos convenientes (ou, mais genericamente, da alienação, a qualquer título, de suas participações societárias), costumam materializar-se em cláusulas de direito de preferência, opção de compra ou venda, direito de primeira oferta ou de primeira recusa, etc⁷³.

Ainda a respeito do controle compartilhado exercido via acordo de acionistas, há quem entenda que há outra forma, menos usual, de compartilhamento de controle acionário, que se põe quando o grupo controlador, em certa medida, abre mão de seu poder de conduzir isoladamente a sociedade, o que pode ocorrer quando certas prerrogativas, inclusive direitos de veto, concedidas ao acionista minoritário (sob o ponto de vista quantitativo), são tão amplas que, na prática, lhe permitem compartilhar o controle da companhia.

Como explica Carlos Augusto da Silveira Lobo,

“o acordo de controle, tal como definido pelo artigo 118, pode ser de duas espécies, conforme crie ou apenas aumente o bloco de controle. Na primeira hipótese, são partes do acordo diversas pessoas que, possuindo cada uma, quantidade de ações insuficiente para assegurar o controle, contratam formar com suas ações um bloco de controle e exercer em conjunto o controle da companhia. Na segunda hipótese, o acionista proprietário do bloco de controle contrata com outro ou outros acionistas, o exercício em comum do poder de controle”⁷⁴.

72 Nelson Eizirik. *A Lei das S.A. comentada*. V. 1, cit., p. 671.

73 Sobre o tema, vale conferir: Carla Wainer Chalhéo Lgow. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013, (especialmente Capítulo 4.)

74 Acordo de acionistas. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das companhias*. V. 1, cit., pp. 461-462.

Desenvolvendo essa linha de raciocínio, já afirmamos, em outra oportunidade, que “não é pelo simples fato de um acionista integrar acordo de acionistas – e mesmo acordo de acionistas com direito de voto, que englobe o bloco de controle – que este acionista deve ser considerado acionista controlador”⁷⁵. Isto é, “o simples fato de existir um acordo de voto entre um acionista ou grupo majoritário e um acionista minoritário relevante, a fim de assegurar determinados direitos especiais a tal minoritário, não implica necessariamente que o controle esteja sendo exercido de forma compartilhada”⁷⁶. Para que haja compartilhamento de controle com o acionista minoritário, é preciso que “fique claro que o grupo controlador abriu mão de seu poder”⁷⁷ de controlar isoladamente a companhia.

Diz-se, por isso, que o direito de veto é faculdade que pode levar⁷⁸ seu titular “ao exercício de um poder (às avessas) de controle. Em outras palavras, dependendo da natureza e alcance das hipóteses em que a concordância do minoritário seja condição de validade da deliberação societária, pode o direito de veto assumir uma proporção que assegure ao minoritário o controle sobre as atividades da companhia”⁷⁹.

Essa questão, aliás, já foi objeto de análise pela CVM. O Colegiado da autarquia teve que se manifestar, justamente, sobre a extensão das prerrogativas concedidas a determinado acionista via pacto parassocial, com o fim de definir se esse acionista deveria, ou não, ser considerado integrante do bloco de controle. O voto que prevaleceu considerou que, no caso concreto, o tal acionista não deveria ser considerado controlador, mas se reconheceu, em tese, que a depender da extensão dos direitos e poderes outorgados ao minoritário via acordo de acionistas, ele pode passar à categoria de controlador⁸⁰.

Vê-se, assim, que

“para se dizer se determinado acionista membro de acordo de acionista é

75 Processo Administrativo CVM n.º RJ 2003/5088, Rel. Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 16.12.2003, v.u.

76 Nelson Eizirik. A Lei das S.A. comentada. V. 1, cit., p. 671. Em sentido semelhante: “Não deve ser entendida como transferência de controle societário a simples celebração de convenção entre o acionista controlador e um acionista minoritário de expressiva participação acionária, desde que o controlador continue titular dos direitos de sócio, que lhe assegurem a prerrogativa de eleger os principais administradores da companhia, e dos direitos de voto, decorrentes da participação majoritária, capazes de proporcionar-lhe, de modo permanente e efetivo, a direção das atividades sociais e a orientação do funcionamento dos órgãos de administração da companhia” (Arnold Wald. O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário, cit., p. 15).

77 Nelson Eizirik. A Lei das S.A. comentada. V. 1, cit., p. 671.

78 A rigor, contudo, a simples existência de direito de veto em favor do acionista minoritário não lhe integra ao grupo controlador. A análise deverá ser feita caso a caso.

79 Pedro A. Batista Martins. Responsabilidade de acionista controlador: considerações doutrinária e jurisprudencial. Revista de direito bancário e do mercado de capitais. V. 27. São Paulo: Revista dos Tribunais, jan./mar. 2005, p. 48.

80 Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2005/0098, Rel. Dir. Sérgio Weguelin, j. 18.12.2007, v.m. Situação semelhante ocorreu no âmbito do Processo Administrativo CVM n.º RJ 2001/7547, de relatoria do Diretor Wladimir Castelo Branco, julgado em 16.07.2002. Também neste caso o Colegiado entendeu que não havia controle compartilhado entre o minoritário e o acionista titular de mais da metade das ações com direito de voto, mas o precedente reconheceu que é possível, em tese, o compartilhamento de controle entre o acionista controlador (sob o ponto de vista quantitativo) e o minoritário. Foi, aliás, o que defendeu Modesto Carvalhosa, que atuou como parecerista nesse caso (Acordo de investimento e associação, exercício de opção de venda de ações. Controle compartilhado. Inocorrência de alienação do poder de controle. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luis André N. de Moura Azevedo (Coord.). Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais, cit., pp. 31-32).

*ou não acionista controlador ou parte do grupo de controle, necessário se faz que se adentre nas cláusulas e condições do acordo de acionistas, de modo a se assegurar, se, de fato, aquele acionista reúne as condições de acionista controlador*⁸¹.

Por fim, e como já mencionado anteriormente, desde 2001, com a reforma da Lei das S.A. pela Lei n.º 10.303, institucionalizou-se a possibilidade de o bloco de controle formado pelo acordo de acionistas orientar a atuação dos administradores (art. 118, § 8º, da Lei das S.A.).

A então novidade não passou despercebida a Paulo Cezar Aragão, que ao comentar as alterações na Lei das S.A. havidas em 2001, escreveu o seguinte: “novidade relevante, e cujo efeito talvez não se tenha ainda apreendido, é a previsão específica de que os acordos de acionistas podem irradiar seus efeitos sobre outros órgãos de deliberação colegiada da companhia”⁸².

Explica o autor que não procede a argumentação de alguns no sentido de que o art. 154, § 1º, da Lei das S.A. impediria a vinculação dos administradores aos acordos de acionistas. Isso porque, se de um lado os administradores devem atender ao disposto no referido artigo, que lhes preceitua atuar sempre no interesse da companhia⁸³, de outro lado o próprio acordo de acionistas deve conformar-se com o interesse social, tal qual determinado no art. 118, § 2º, da lei acionária. Além disso, na medida em que o administrador

*“está eleito, por força dos compromissos celebrados livremente pelo acionista que o indicou, para representar esse acionista nas reuniões do conselho e cumprir os compromissos do acionista quanto a determinadas decisões relevantes na vida da sociedade, parece descabido dizer que o cumprimento dos acordos prejudica a melhor governança corporativa”*⁸⁴.

A rigor, desde antes da reforma da Lei das S.A. pela Lei n.º 10.303/2001, aliás, José Luiz Bulhões Pedreira já defendia, interpretando o art. 116 da Lei das S.A., a legitimidade de o controlador, isoladamente ou por meio de acordo de acionistas, orientar o voto dos membros do conselho de administração: “Na interpretação da lei brasileira não cabe questionar se o acionista controlador pode ou não dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, uma vez que esse poder lhe é expressamente reconhecido pelo art. 116 da Lei”⁸⁵. Assim, “é requisito usual do acordo

81 Processo Administrativo CVM n.º RJ 2003/5088, Rel. Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 16.12.2003, v.u.

82 A disciplina do acordo de acionistas na reforma da Lei das Sociedades Anônimas. In: Jorge Lobo (Coord.). Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 374.

83 Como já afirmamos em outra oportunidade, “o administrador deve atender exclusivamente aos interesses da companhia, observado o interesse público e as exigências do bem comum” (Luiz Antonio de Sampaio Campos. Deveres e responsabilidades, cit., p. 1.118).

84 Paulo Cezar Aragão. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da Lei das Sociedades Anônimas, cit., pp. 375-376.

85 Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador.

de grupo controlador que seus membros se obriguem a fazer com que as pessoas por ele indicadas para o Conselho votem em bloco, segundo as decisões do grupo”⁸⁶. E arremata: “a obrigação de fazer com que membros do Conselho de Administração votem de acordo com a deliberação do grupo de acionistas que detém o poder de controle não é incompatível com as atribuições legais do Conselho de Administração nem com os deveres legais dos administradores da companhia, mas se ajusta perfeitamente ao sistema da lei”⁸⁷.

Dito isso, passa-se, no item a seguir, a tratar dos deveres e responsabilidades do acionista controlador.

12.4. Deveres e responsabilidades do acionista controlador

Como mencionado, uma das principais finalidades da Lei das S.A. ao definir a figura do acionista controlador foi lhe atribuir deveres e responsabilidades próprios, diversos dos inerentes aos demais acionistas da companhia. Com efeito, se de um lado a lei acionária reconhece a figura do acionista controlador e do poder de controle – sendo o controlador, aliás, o primeiro intérprete do interesse social –, de outro deixa claro que não se trata de um poder absoluto, tendo estabelecido regras visando a coibir e a reprimir eventuais abusos praticados pelo titular do controle. Vê-se assim, que:

*“Não consagrou o legislador societário a soberania plena e absoluta do acionista controlador sobre os destinos da sociedade. Ao contrário, balizou-se o exercício deste poder de comando através de regras de garantia dos sócios minoritários quanto a direitos essenciais, inerentes à manutenção da estrutura estatutária e patrimonial existente no momento de seu ingresso no quadro de acionistas da companhia, de forma a evitar o abuso ou desvio de poder de controle, ao lado das normas relativas à reparação dos atos ilegais e abusivos praticados pelo controlador”*⁸⁸.

Desse modo, preceitua o artigo 116, parágrafo único, da Lei das S.A. que:

“o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela

Revista de direito bancário e do mercado de capitais. V. 15. São Paulo: Revista dos Tribunais, jan./mar. 2002, p. 234.

86 Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador, cit., p. 240.

87 Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador, cit., pp. 240-241.

88 Arnold Wald. O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário, cit., p. 14.

trabalham e para a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

Daí se vê que o poder de controle é um poder-dever, ou direito-função, como preferem alguns⁸⁹. Aliás, na Exposição de Motivos da Lei das S.A., lê-se que “o princípio básico adotado pelo projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social”.

O parágrafo único do art. 116 da Lei das S.A. foi objeto de exame recente pela CVM, no julgamento do “Caso Sabesp”. Seguindo entendimentos que já vinham sendo manifestados em doutrina⁹⁰ e pela própria CVM⁹¹, a autarquia reiterou que cabe ao acionista controlador agir de maneira pró-ativa para atender ao objeto social e cumprir a função social da companhia, considerando possível a responsabilização do controlador por omissão. O processo sancionador teve origem em reclamações sobre operações realizadas entre a Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. (EMAE) e a Companhia de Saneamento do Estado de São Paulo (Sabesp), ambas controladas pelo Estado de São Paulo. Em especial, foram analisadas operações pelas quais a Sabesp captava gratuitamente água de reservatórios da EMAE. De acordo com a Superintendência, ao permanecer inerte em face da relação desvantajosa em que se encontrava a EMAE, o Estado de São Paulo teria deixado de atender os interesses dos demais acionistas da EMAE, violando, portanto, o art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A. Concordando com a acusação, o Colegiado indicou que o acionista controlador tem o dever de agir proativamente com todos os mecanismos à sua disposição, orientando a atuação da companhia e dos administradores para a consecução do objeto social, devendo resguardar lealmente os direitos e os interesses dos demais acionistas da companhia⁹².

Em precedente ainda mais recente e fazendo referência ao “Caso Sabesp”, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 14/2009, a Diretora Relatora Luciana Dias fez afirmações no mínimo polêmicas acerca do alcance do art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A. Em sua visão, o dispositivo legal estaria a prever, de maneira abrangente, deveres fiduciários impostos ao acionista controlador:

89 Nelson Eizirik. A Lei das S.A. comentada. V. 1, cit., p. 677.

90 Por todos: Renato Ventura Ribeiro. Direito de voto nas sociedades anônimas. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 362.

91 Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 18/2010, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 26.11.2013, v.u.: “Sobre a alegação de que o abuso de controle exige ato comissivo, entendo que tal argumento não procede. (...) O abuso de poder de controle pode decorrer da omissão”.

92 Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2012/1131, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 26.05.2015, v.u. Em precedente ainda mais recente, a CVM reiterou a possibilidade de responsabilização do acionista controlador por omissão em função dos deveres estabelecidos no parágrafo único do art. 116 das Lei das S.A., muito embora, no caso concreto, tenha havido absolvição da União Federal, acusada de estabelecimento de condições vantajosas para a novação de dívida para uma de suas controladas em suposto prejuízo de outra controlada (Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2015/10677, Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 07.02.2017, v.u.).

“Diferentemente da técnica adotada em relação aos administradores (artigos 153 a 157), a Lei nº 6.404, de 1976, não especificou categorias de deveres fiduciários atribuídos ao controlador. O dispositivo que trata dos padrões de conduta desse acionista é uma cláusula geral que comporta uma série de obrigações. A Acusação se referiu aos deveres imputados ao controlador como um ‘dever de lealdade’, posição que tem amparo em respeitada doutrina societária. Em termos gerais, não discordo dessa referência. (...) Creio que o art. 116 contém aquilo que tipicamente é chamado de dever de lealdade, em especial porque emprega a própria expressão ‘lealmente’. Entretanto, gostaria de ressaltar que, com base nesse artigo, o dever identificado pela SPS me parece tratar de uma categoria ainda mais ampla, que de fato abrange um dever de lealdade, mas vai além. (...) Gostaria de chamar a atenção para a amplitude daqueles deveres fiduciários atribuídos ao controlador e que conformam o exercício de seu poder de controle”⁹³.

Questão delicada, todavia, é definir o que seja a função social da companhia. Como já afirmamos em outra oportunidade⁹⁴, esta matéria encontra opiniões rigorosamente divergentes. Há, por exemplo, quem sustente que a melhor forma de a companhia cumprir a sua função social é sendo lucrativa, conforme se vê da seguinte lição de Milton Friedman: “Há poucas coisas capazes de minar tão profundamente as bases de uma sociedade livre do que a aceitação por parte dos dirigentes das empresas de uma responsabilidade social que não a de fazer tanto dinheiro quanto possível para seus acionistas”⁹⁵.

O artigo 117 da Lei das S.A., por sua vez, impõe expressamente ao acionista controlador a responsabilidade pelos danos causados à sociedade, aos demais acionistas e a terceiros em virtude de abuso do poder de controle. Este artigo traz hipóteses não exaustivas do exercício abusivo do poder pelo acionista controlador⁹⁶. Exemplificativamente, considera-se abuso do poder de controle a orientação da companhia para fim estranho ao objeto social (art. 117, § 1º, alínea a), a indução de administrador ou fiscal à prática de ato ilegal ou ao descumprimento de seus deveres legais e estatutários (art. 117, § 1º, alínea e), a contratação com a companhia, diretamente ou por meio de outrem, em

93 Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 14/2009, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 11.08.2015, v.u.

94 Luiz Antonio de Sampaio Campos. Deveres e responsabilidades, cit., p. 1.116.

95 Capitalismo e liberdade. Tradução de Luciana Carli. São Paulo: Nova Cultural, 1985, pp. 120-123.

96 Nessa linha, já afirmamos, em outra oportunidade, que “todas as hipóteses tratadas [no art. 117] são exemplificativas, sendo possível haver abuso de poder por parte do acionista controlador não elencado neste artigo” (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 27/1999, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 12.08.2004, v.u.). É o que explica a doutrina: “Conceitua a lei como ‘abuso de poder’ a prática de certos atos, por parte do acionista controlador, que causem danos à sociedade, aos demais acionistas ou a terceiros. Capítula a lei alguns desses atos, numa enumeração exemplificativa” (Fran Martins. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 408); “A lei das sociedades anônimas (art. 117, § 1o) enumera várias práticas que caracterizam exercício abusivo do poder. A enumeração não é exaustiva, tanto que vem rotulada sob a rubrica ‘modalidades’. Dessarte, o abuso de poder poderá ser identificado em qualquer ato contrário ao interesse social e seus desdobramentos” (José Edwaldo Tavares Borba. Direito societário, cit., p. 368).

condições de favorecimento ou não equitativas (art. 117, § 1º, alínea f), e a aprovação de contas irregulares de administradores (art. 117, § 1º, alínea g).

Tratando-se de companhias abertas, acrescentam-se ao rol as condutas descritas exemplificativamente no art. 1º da Instrução n.º 323/2000 da CVM. Sua prática é considerada infração grave, e sujeita o acionista controlador à responsabilização administrativa pela autarquia.

Nessa linha, as mais diversas condutas praticadas por acionistas controladores já foram objeto de repreensão pela Comissão de Valores Mobiliários. No julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 03/2013, por exemplo, os controladores foram responsabilizados por terem obstado a representação dos acionistas minoritários e dos titulares de ações preferenciais no conselho de administração e no conselho fiscal, em violação ao art. 116, parágrafo único e ao art. 117, § 1º, alínea c, da Lei das S.A. No caso, restou comprovada a participação do acionista controlador no colégio eleitoral destinado às minorias, por meio da utilização de entidades “offshore” a ele ligadas, inviabilizando o direito de fiscalização pela minoria social⁹⁷. Em sentido semelhante, aliás, já afirmamos, no julgamento do Processo Administrativo CVM n.º RJ 2004/2559, concordando com a manifestação anterior da área técnica: “a participação do controlador titular de ações preferenciais, na eleição em separado dos preferencialistas, pode vir a ser caracterizada como exercício abusivo do poder de controle”⁹⁸.

Já no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2012/4066, a condenação do acionista controlador se deu em razão da aprovação, em assembleia geral, da reversão da reserva de contingências à reserva de lucros em inobservância aos requisitos legais, fugindo ao regime de destinação do lucro líquido previsto na Lei das S.A. e violando, portanto, o direito dos acionistas minoritários ao recebimento de dividendos⁹⁹. No julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2013/1402, por sua vez, o acionista controlador foi condenado pela aprovação de alteração estatutária que eliminou o dividendo mínimo prioritário em prejuízo de titulares de certa classe de ações preferenciais, não tendo referida alteração sido confirmada pela assembleia especial dos preferencialistas¹⁰⁰. No julgamento do já citado Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2010, o abuso do poder de controle ficou configurado pelo fato de os controladores terem alienado dolosamente o maior ativo da companhia para atender a interesses precípuos de certo acionista e deles próprios, controladores (art. 1º, III, da Instrução CVM n.º 323/00)¹⁰¹. No julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 04/2009, a conduta abusiva caracterizou-se pelo fato de os controladores terem criado e mantido

97 Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 03/2013, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 05.05.2015, v.u.

98 Processo Administrativo CVM n.º RJ 2004/2559, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 01.06.2004.

99 Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2012/4066, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 31.03.2015, v.u.

100 Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2013/1402, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 22.07.2014, v.u.

101 Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2010, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 26.11.2013, v.u.

um inoperante “Conselho Consultivo” por sete anos, obtendo ganhos indevidos para si e para seus indicados, prejudicando os demais acionistas. Nas palavras da Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes,

“os controladores podem ter respeitado a legalidade formal no procedimento de criação do CC, mas, na realidade buscavam se beneficiar (ou a seus familiares próximos) em detrimento da companhia e dos demais acionistas. (...) Há fortes e convergentes evidências de que este CC era ineficaz e a sua manutenção servia apenas para o pagamento de uma ‘espécie de mesada’ para vários membros da família dos controladores. (...) O prejuízo para a companhia e demais acionistas é evidente na forma da significativa remuneração paga por serviços não prestados adequadamente, e para os demais acionistas na forma da diminuição dos dividendos que poderiam ser distribuídos caso a companhia não tivesse suportado essa despesa indevida”¹⁰².

Por fim, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2012/3110, o abuso do poder de controle restou demonstrado pelo fato de o controlador ter aprovado retenção de lucros sem orçamento de capital, bem como por ter orientado ilegalmente minoritário sob sua influência direta a participar de votação em separado para eleição de membro do conselho fiscal¹⁰³.

Diversos outros precedentes poderiam ter sido citados. Sendo meramente exemplificativas as condutas elencadas pela Lei das S.A. como modalidades de abuso do poder de controle, as hipóteses são um tanto quanto abrangentes.

Além dos deveres e responsabilidades próprios do acionista controlador, ele está sujeito, também, aos deveres impostos de maneira geral a todos os acionistas da companhia. Assim, por exemplo, não pode o controlador agir em conflito de interesses, em razão do disposto no artigo 115, § 1º, da Lei das S.A. Embora não seja esta a seara própria para adentrar no estudo do tema, não se pode deixar de fazer algumas poucas observações a respeito.

Como já afirmamos em outra oportunidade¹⁰⁴, a importância que a Lei das S.A. atribui ao conflito de interesses está explícita em sua Exposição de Motivos, ao enfatizar que se trata de matéria delicada em que a lei deverá ater-se em alguns padrões necessariamente genéricos, deixando à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria, no interesse da companhia e da empresa.

Para que reste caracterizado o conflito de interesses na forma prevista pelo artigo 115,

102 Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 04/2009, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 11.06.2013, v.u.

103 Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2012/3110, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. 14.02.2017, v.u.

104 Luiz Antonio de Sampaio Campos. Deveres e responsabilidades, cit., pp. 1.155-1.156.

§ 1º, da Lei das S.A., é necessária uma situação que implique um choque de interesses, uma colisão entre o interesse individual do acionista e o interesse social, que faria com que um não pudesse prevalecer sem o sacrifício do outro. Assim, explica Marcelo Lamy Rego que

“caso exista a possibilidade de coexistência não danosa entre dois interesses díspares, não há que se falar em conflito de interesses. O interesse distinto pode ser complementar, e não excludente. O conflito nasce no momento em que os interesses são mutuamente excludentes (ainda que em parte), em que um necessariamente prejudica o outro”¹⁰⁵.

Como bem ressaltado por José Alexandre Tavares Guerreiro, “a conflituosidade se dá em relação aos interesses da companhia e não, diretamente, em relação aos interesses dos demais acionistas”¹⁰⁶. Além disso, só há relevância no conflito de interesses à medida que ele possa causar dano à companhia e, indiretamente, a seus acionistas, e lhe afetar a capacidade de atingir seu objetivo mediante a exploração do objeto social.

Apesar de haver certa controvérsia, de modo geral a doutrina tem se inclinado para estabelecer que o conflito de interesses é matéria de fato, que deve ser examinada a posteriori, diante de cada caso concreto. É o chamado conflito substancial de interesses¹⁰⁷. Nessa linha já afirmamos:

“O conflito de interesses referido na Lei n.º 6.404/76, ao contrário do que entendeu o voto da ilustre Diretora Relatora, não é qualquer conflito de interesse, muito menos a expressão conflito de interesse que se vê sendo utilizada comumente, a torto e a direito, num sentido lato. A expressão conflito de interesse tem de ser examinada na sua acepção técnica. Primeiramente, deve ficar dito que o interesse em conflito há de ser extrassocial, não decorrente da situação de sócio do acionista. Este interesse extrassocial, estranho mesmo à relação social, é que deve se contrapor ao interesse social. A contraposição entre interesses de acionistas não autoriza a aplicação do § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76. Mais ainda, esta contraposição, este conflito, deve ser substancial, não formal, efetivo e inconciliável. Seria aquele conflito de interesse que não permitiria a convergência ou a conciliação, mas que, para o atendimento do interesse de uma das partes, necessariamente se exigiria o sacrifício da outra parte. Para

105 Direito de voto, cit., p. 422.

106 GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflitos de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros, jul./set. 1983, p. 31. v. 51.

107 Exemplificativamente: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993, p. 91 e seguintes; José Alexandre Tavares Guerreiro. Conflitos de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais, cit., p. 29-32; Alfredo Lamy Filho. Sociedades associadas – Exercício de voto em assembleias gerais – Conflito de interesses – A prevalência do interesse social. In: *Temas de S. A.: exposições e pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 309-312; Luiz Gastão Paes de Barros Leães. Conflito de interesses e vedação de voto nas assembleias das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v.92, out./dez. 1993, p. 107-110; e Trajano de Miranda Valverde. Sociedade por ações. v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 315.

*se alcançar um interesse, ter-se-ia invariavelmente que prejudicar o outro*¹⁰⁸.

Por outro lado, para aqueles que defendem que o conflito é formal¹⁰⁹, o acionista que tenha um interesse individual na deliberação a ser tomada estaria impedido de votar. Ocorre que, como já afirmamos em outra oportunidade,

*“o exame formal, aberto, preventivo e aparente do conflito de interesse (...) é algo, a meu ver, muito violento e assistemático dentro do regime do anonimato, pois afasta a presunção de boa-fé, que me parece ser a presunção geral, e mais, tolhe um direito fundamental do acionista ordinário que é o direito de voto, no pressuposto de que ele não teria como resistir à tentação. Dito de outra forma, estar-se-ia a expropriar previamente o direito de voto do acionista no pressuposto de que ele poderia vir a prejudicar a companhia se lhe fosse permitido votar, em virtude de um aparente e eventual conflito de interesse. Haveria a presunção de que o acionista perpetraria uma ilegalidade acaso fosse lícito que proferisse o seu voto, presumivelmente numa espécie de consagração da fraqueza humana. A presunção da púnica fides cartaginesa*¹¹⁰.

No âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, no paradigmático “Caso Tractebel”, (Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/13179), evitando as posições extremadas, o relator concluiu que há situações que se enquadram no conflito visível a priori, de cunho, portanto, formal (na distinção já clássica, embora não exata) e outros de índole mais sutil, em que apenas a posteriori seria possível a apuração. Nas palavras do Diretor Alexsandro Lopes:

*Compartilho integralmente com a forma de interpretação do artigo 115, parágrafo 1º, proposta por Comparato. Entendo que o conflito de interesses pode ser verificado tanto a priori, nos casos em que possa ser facilmente evidenciado, quanto a posteriori, nas situações em que não transpareça de maneira reluzente*¹¹¹.

Mais recentemente, o Colegiado da autarquia se manifestou a respeito da questão no julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2013/6635 (“Caso Eletrobrás”). O processo foi instaurado a partir de análise, pela área técnica, de reclamações acerca do comportamento da União Federal, na qualidade de controladora da Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobrás). Segundo a área técnica, a União Federal teria infringido o art. 115, §1º, da Lei das S.A. ao ter votado em situação de conflito de interesses em certa assembleia geral extraordinária da Eletrobrás.

108 Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2001/4977, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. 19.12.2001, v.m. Trechos do voto vencido do Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos.

109 Dentre outros: (i) Modesto Carvalhosa. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 465 e seguintes. v. 2; (ii) Calixto Salomão Filho. Conflito de interesses: a oportunidade perdida. In: *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 99-100.

110 Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2002/1153, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. 06.11.2002, v.m. Trechos do voto do Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos que acompanhou o voto vencedor do Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco.

111 Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/13179, Rel. Dir. Alexsandro Lopes, j. 09.09.2010, v.m. A Comissão de Valores Mobiliários modificou a sua posição sobre a matéria em diversas oportunidades.

Na ocasião, a União se manifestou a favor da renovação antecipada de contratos de concessão de geração e transmissão de energia elétrica celebrados entre, de um lado, subsidiárias da companhia (como concessionárias), e, de outro, a própria União (como poder concedente). Em seu voto, a Diretora Relatora Luciana Dias deixou claro que, a seu ver, o conflito de interesses, no caso concreto, seria formal, isto é, impediria o acionista de votar:

Não tenho dúvidas de que o art. 115, §1º, impede um dado acionista de votar, em assembleia, a renúncia a um direito de ação da companhia em face dele próprio, e isso independentemente do mérito da ação ou da sua probabilidade de êxito – circunstâncias que poderiam importar somente se se adotasse uma interpretação substancial da norma de conflito de interesses, mas que não têm relevância quando a leitura que se faz desse dispositivo pretende proteger apenas a legitimidade e a higidez do processo decisório da companhia, não a correção ou o acerto de seus resultados¹¹².

A decisão da CVM, no entanto, foi revista pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”), em sessão realizada em 28 de junho de 2017, ainda não disponibilizada publicamente. O órgão entendeu, por maioria de votos, que a União Federal não estaria impedida de votar na Assembleia Geral em que se deliberou acerca da renovação dos referidos contratos, com base no art. 238 da Lei das S.A.¹¹³

Em precedente ainda mais recente, a CVM reiterou a interpretação exarada no Caso Tractebel. No julgamento do já citado Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2014/0591, o Colegiado entendeu que o conflito de interesses, em deliberação sobre a inclusão de “poison pill” no estatuto social, não seria verificável a priori pelo fato de inexistir uma vantagem direta a ser percebida pelos acionistas votantes. Assim, reforçou-se o posicionamento de que poderá haver conflito formal quando o impedimento for visível a priori, enquanto que poderá haver conflito material quando o impedimento não restar tão facilmente identificável.

Outro dever digno de menção e que, textualmente, foi previsto apenas para os administradores, é o dever de não usar, em benefício próprio ou de outrem, as oportunidades comerciais da companhia (art. 155, inciso I, da Lei das S.A.), prática conhecida como aproveitamento ou usurpação de oportunidade comercial.

Como já afirmamos em outra oportunidade, não é qualquer oportunidade de negócio que impõe a proibição, mas apenas aquela que a companhia teria condições de aproveitar. Assim, por exemplo, deve-se atentar para o objeto social da companhia, para verificar se ele comporta, ou não, a exploração daquela oportunidade de negócio. Tendo em vista, contudo, que frequentemente o objeto social é amplíssimo (até para limitar as hipóteses de direito de recesso em razão de alteração do objeto), a rigor a

112 Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2013/6635, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 26.05.2015, v.u.

113 CRSFN, Recurso n.º 14306, Rel. Flávio Maia Fernandes dos Santos, j. 28.06.2017, v.m.

análise há de se restringir à atividade concreta da companhia¹¹⁴.

Em razão justamente do caráter não exaustivo das hipóteses de abuso do poder de controle previstas no art. 117 da Lei das S.A., a CVM já admitiu a possibilidade de o controlador incorrer na prática de usurpação de oportunidade comercial¹¹⁵.

Passada a análise relativa às origens e ao conceito do poder de controle, às espécies de controle e aos deveres e responsabilidades próprios do acionista controlador, vê-se, em suma, que ao lado do expresse reconhecimento, pela Lei das S.A., da figura do acionista controlador e do poder de controle, a legislação acionária atribui deveres e responsabilidades especiais ao acionista controlador, que deve, portanto, em seu atuar, observar o interesse social e buscar a consecução do objeto social e o respeito à função social da companhia.

114 Luiz Antonio de Sampaio Campos. Deveres e responsabilidades, cit., p. 1.132-1.140.

115 Vale referir nessa linha os seguintes precedentes: Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2013/1840, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 15.04.2014, v.u., e Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2008/1815, Rel. Dir. Eli Loria, j. 28.04.2009, v.u. Em doutrina: “O acionista também não pode aproveitar oportunidade comercial da companhia, sob pena de ficar caracterizado o abuso do poder de controle” (EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 366-367. v. 2.). Em sentido semelhante: “(...) O art. 155, I e II, da Lei das S/A veda essa conduta [usurpação de oportunidade comercial] ao administrador, e não ao controlador. Assim, estaria essa apropriação do controlador imune a sanção legal? Afigura-se-nos que não; existiria a ilegalidade do procedimento com base no art. 117, § 1º, 'c', do mesmo diploma legal, caso a usurpação se desse mediante uma política empresarial. Na hipótese de o meio de usurpação ser outro que não uma política empresarial ou conduta não se enquadrar na alínea 'a' do mesmo § 1º – como o elenco dos atos abusivos do poder de controle no § 1º do art. 117 é exemplificativo e não exaustivo – o enquadramento do controlador usurpador continuaria dando-se através do § 1º do art. 117. A usurpação da oportunidade comercial seria considerada uma outra modalidade de uso abusivo de poder de controle, posto não expressamente prevista na relação das diversas letras do § 1º do citado art. 117. Inclusão legítima” (SLERCA JÚNIOR, Mário. Controle judicial dos atos empresariais: atos relativos à orientação dos negócios sociais e ao aproveitamento de oportunidades comerciais – As primeiras decisões da justiça brasileira. Revista do Tribunais, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 640. fev. 1989, p. 60-61.). Em jurisprudência judicial: TJ/SP, 7ª CDPPriv., AC 0250188-95.2009.8.26.0002, Rel. Des. Luiz Antonio Costa, j. 11.09.2013, v.u.

Referências bibliográficas:

- ARAGÃO, Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da Lei das Sociedades Anônimas. In: LOBO, Jorge (Coord.). Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Forense, 2002, pp. 367-384.
- ASCARELLI, Tullio. Problemi Giuridici. T. I. Milão: Giuffrè, 1959.
- AZEVEDO, Luís André N. de Moura. Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Coord.). Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 218-262.
- BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. Società per azioni e proprietà privata. Tradução de Giovanni Maria Ughi. Torino: Giulio Einaudi, 1966.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito societário. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.
- BULGARELLI, Waldirio. Questões de direito societário. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983.
- CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). Direito das companhias. V. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 1.084-1.262.
- CARVALHOSA, Modesto. Acordo de investimento e associação, exercício de opção de venda de ações. Controle compartilhado. Inocorrência de alienação do poder de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Coord.). Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 29-43.
- _____. As poison pills estatutárias na prática brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). Direito societário: desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 19-29.
- _____. Comentários à lei de sociedades anônimas. V. 2. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2009
- COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de direito comercial. V. 2. 19. ed. São Paulo: Saraiva, 2015.
- COMPARATO, Fábio Konder. O poder de controle na sociedade anônima. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.
- _____; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.
- _____. Poder de controle na sociedade anônima. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. V. 9. São Paulo: Malheiros, mar. 1973, pp. 67-75.
- COSTA, Carlos Celso Orcesi da. Controle externo nas companhias. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. V. 44. São Paulo: Malheiros, out./dez. 1981, pp. 70-75.
- EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. V. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- _____. A Lei das S.A. comentada. V. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- _____. Acordo de acionistas. Invalidez de cláusula que impõe obrigação à companhia. Prevalência do interesse social sobre os termos do acordo de acionistas. Invalidez de contrato acessório que obriga a companhia a adquirir as próprias ações.

In: Temas de direito societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 1-24.

_____. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Coord.). Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 177-190.

_____; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia Parente; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FONSECA, Tiago Soares da. O penhor de acções. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses nas assembleias de S.A.. São Paulo: Malheiros, 1993.

FRIEDMAN, Milton. Capitalismo e liberdade. Tradução de Luciana Carli. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflitos de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. V. 51. São Paulo: Malheiros, jul./set. 1983, pp. 29-32.

LAMY FILHO, Alfredo. O acionista controlador na nova Lei das S.A. In: Temas de S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, pp. 149-166.

_____; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Princípio majoritário e acionista controlador. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). Direito das companhias. V. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 808-851.

_____. Sociedades associadas – Exercício de voto em assembleias gerais – Conflito de interesses – A prevalência do interesse social. In: Temas de S. A.: exposições e pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, pp. 309-312.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses e vedação de voto nas assembleias das sociedades anônimas. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. V. 92. São Paulo: Malheiros, out./dez. 1993, pp. 107-110.

LGOW, Carla Wainer Chalhó. Direito de preferência. São Paulo: Atlas, 2013.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Acordo de acionistas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). Direito das companhias. V. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2011, pp. 441-502.

LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas. V. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. Controle não societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

MARTINS, Fran. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARTINS, Pedro A. Batista. Responsabilidade de acionista controlador: considerações doutrinária e jurisprudencial. Revista de direito bancário e do mercado de capitais. V. 27. São Paulo: Revista dos Tribunais, jan./mar. 2005, pp. 42-63.

MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. V. 89. São Paulo: Malheiros, jan./mar. 1993, pp. 42-46.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. Considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle

nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (brazilian pills). In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 574-588.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso. Medidas defensivas à tomada de controle de companhias. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

OIOLI, Erik Frederico. Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. Revista de direito bancário e do mercado de capitais. V. 15. São Paulo: Revista dos Tribunais, jan./mar. 2002, pp. 226-248.

_____. Cessão de quotas de 'holding' de companhia aberta. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação. V. 2. Parte 3. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 611-635.

PENTEADO, Mauro Bardawil. O penhor de ações no direito brasileiro. São Paulo: Malheiros, 2008.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. V. 76. São Paulo: Malheiros, out./dez. 1989, pp. 15-25.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. Alienação do poder de controle acionário. São Paulo: Saraiva, 1995.

REGO, Marcelo Lamy. Direito de voto. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. V. 1, cit., pp. 377-429.

RIBEIRO, Renato Ventura. Direito de voto nas sociedades anônimas. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Conflito de interesses: a oportunidade perdida. In: O novo direito societário. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006. pp. 90-104.

SLERCA JUNIOR, Mário. Controle judicial dos atos empresariais: atos relativos à orientação dos negócios sociais e ao aproveitamento de oportunidades comerciais – As primeiras decisões da justiça brasileira. Revista do Tribunais. V. 640. São Paulo: Revista dos Tribunais, fev. 1989, pp. 57-61.

VALVERDE, Trajano de Miranda. Sociedade por ações. V. 2. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

WALD, Arnold. O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. V. 110. São Paulo: Malheiros, abr./jun. 1998, pp. 7-15.

WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. Poderes de controle no âmbito da companhia. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Coord.). Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 495-516.

13

CONTROLE PULVERIZADO

LUCIANA COSTA

GRADUAÇÃO EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE DO
ESTADO DO RIO DE JANEIRO – UERJ (1999). MESTRADO EM DIREITO
ECONÔMICO E FINANCEIRO PELA UNIVERSIDADE DE
SÃO PAULO – USP (2009). ASSESSORA JUNTO AO COLEGIADO
DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2009).
DOUTORADO EM DIREITO ECONÔMICO E FINANCEIRO
PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO – USP (2015).
SUPERINTENDENTE JURÍDICA DE REGULAÇÃO
E MERCADO DE CAPITAIS DA
B3 S.A. BRASIL, BOLSA, BALCÃO.

13.1. Acionista controlador

A existência, nas companhias, de um acionista controlador é realidade de fato verificada desde o momento de sua formação. Foi a partir da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”), entretanto, que foram estabelecidos, no regime jurídico pátrio das sociedades por ações, dispositivos que tratam do acionista controlador e regulam sua função¹.

De acordo com o artigo 116 da Lei das S.A.², é acionista controlador aquele que, simultaneamente, (i) é titular de direitos de sócios que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (ii) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O artigo 243, §2º, da Lei das S.A., ao tratar das sociedades controladas, praticamente repetiu os requisitos do artigo 116 ao dispor que “considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”.

O primeiro requisito para caracterização do acionista controlador é a preponderância nas deliberações assembleares e o poder de eleger a maioria dos administradores. Essa preponderância, entretanto, deve se apresentar de forma permanente. Para que haja controle, é necessário haver estabilidade no exercício do poder. Não há controle, portanto, no caso de maiorias eventualmente formadas, sem continuidade ou ininterrupção, em algumas assembleias.

O critério de permanência é plenamente atendido nos casos de controle absoluto ou

1 De acordo com a Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda, que deu origem à Lei das S.A., “O artigo 116 dá ‘status’ próprio, no direito brasileiro, à figura do ‘acionista controlador’. Esta é inovação em que a norma jurídica visa a encontrar-se com a realidade econômica subjacente. Com efeito, é de todos sabido que as pessoas jurídicas têm o comportamento e a idoneidade de quem as controla, mas nem sempre o exercício desse poder é responsável, ou atingível pela lei, porque se oculta atrás do véu dos procuradores ou dos terceiros eleitos para administrar a sociedade. Ocorre que a empresa, sobretudo na escala que lhe impõe a economia moderna, tem poder e importância social de tal maneira relevantes na comunidade que os que a dirigem devem assumir a primeira cena na vida econômica, seja para fruir do justo reconhecimento pelos benefícios a que geram, seja para responder pelos agravos a que dão causa. O tema cresce em importância quando se considera que o controlador, muita vez, é sociedade ou grupo estrangeiro, que fica, por força de sua origem, excluído até mesmo das sanções morais da comunidade”.

2 “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

de direito, em que o acionista controlador é titular de 50% (cinquenta por cento) das ações com direito a voto emitidas pela companhia mais uma ação.

Pode haver dúvidas, porém, acerca da existência de permanência nos casos de controle minoritário, em que acionista ou grupo de acionistas, apesar de terem quantidade de ações com direito a voto inferior à maioria do capital social, em razão da dispersão acionária e/ou do absenteísmo nas assembleias, na prática preponderam nas assembleias gerais e elegem a maior parte dos administradores. Há que se notar que a Lei das S.A., a rigor, não afasta a existência do controle minoritário, deixando ao intérprete a verificação do alcance do critério de permanência³.

Observe-se que a Resolução do Conselho Monetário Nacional (“CMN”) nº 401, de 22 de dezembro de 1976, que regulamentava o artigo 254 da Lei das S.A., e foi revogada pela Resolução CMN nº 2.927, de 17 de janeiro de 2002, dispunha, no item IV, que, considerava-se acionista controlador, nos casos em que não havia controle absoluto, “a pessoa, ou grupo de pessoas, vinculada por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias (sic) Gerais da companhia”.

De forma semelhante, o Regulamento do Novo Mercado da B3, anteriormente em vigor, ao definir “Poder de Controle”, dispunha que havia

“presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante”.

É fundamental, de toda forma, na caracterização do acionista controlador, que a preponderância nas decisões seja exercida de forma contínua e ininterrupta, gerando a justa expectativa de sua permanência futura.

Outro requisito para caracterização do acionista controlador é o uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. O acionista deve, portanto, para ser considerado controlador, atuar na prática como tal.

No sistema da Lei das S.A., a identificação do acionista controlador não é providência de cunho estritamente formal. De fato, a Lei das S.A. estabelece diversas disposições específicas relativas ao acionista controlador, entre elas regime específico de deveres e responsabilidades.

³ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 816-817. v. I. Coautores do projeto da Lei das S.A., ao discorrerem sobre o tema, afirmaram que “Para a lei é acionista controlador tanto o titular da maioria absoluta de votos quanto o que exerce, regular e permanentemente, direitos de voto suficientes para formar a maioria dos acionistas presentes na assembleia” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 816-817. v. I.).

Em linhas gerais, a Lei das S.A. determina que o acionista controlador deve usar seu poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, tendo deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender (artigo 116).

A lei veda, ainda, o exercício abusivo de poder pelo controlador, sob pena de responsabilidade do acionista controlador pelos danos causados, e traz lista exemplificativa de modalidades de abuso (artigo 117).

Além do regime específico de deveres e responsabilidades, a identificação do controlador tem outras implicações de grande relevância, especialmente no caso de companhias abertas, como, por exemplo, no caso da obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações em virtude da alienação de controle, prevista no artigo 254-A da Lei das S.A., e no caso da obrigação de realização de oferta pública pelo aumento de participação do controlador, prevista no artigo 4º, § 6º, da mesma Lei.

13.2. Inexistência do acionista controlador: controle pulverizado ou disperso

Em decorrência do alto nível de dispersão acionária, em algumas companhias não é possível identificar qualquer acionista ou grupo de acionistas que atenda aos requisitos do artigo 116 da Lei das S.A. para caracterização do acionista controlador. Apesar de se estar diante da ausência de um acionista controlador definido (ou seja, de a rigor se tratar de hipótese em que não há controle), diz-se tratar de companhias com controle pulverizado ou disperso.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)⁴, no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, ao tratar da aquisição originária de controle, na nota de rodapé 15, define controle pulverizado ou disperso como aquele que ocorre quando “quando nenhum acionista ou grupo de acionistas possua ações votantes que possam caracterizá-los como controladores”.

A dispersão acionária, somada ao absenteísmo dos acionistas e, em alguns casos, às normas estatutárias destinadas a evitar o surgimento de uma nova maioria política, compõem cenário favorável ao controle pulverizado⁵.

Os autores Berle e Means⁶ realizaram pioneiro estudo sobre a separação entre

4 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa, 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015.

5 EIZIRIK, NELSON et al. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 398.

6 BERLE, A; MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property*. 4. ed. Nova York: Harcourt. Brace & World, 1967.

propriedade e controle nas companhias, analisando a dispersão da base acionária das maiores companhias norte-americanas e as consequências de tal dispersão. Para os autores, a dinâmica da existência de companhias abertas com capital pulverizado resultaria na dissolução do “átomo da propriedade”, que seria composto pelo controle somado à propriedade efetiva.

De acordo com os autores, a dispersão acionária das companhias acarretaria uma evolução nos níveis de separação entre controle e propriedade e, conseqüentemente, no surgimento de diferentes tipos de controle social, que iriam desde o controle por meio de propriedade quase completa até o controle gerencial, exercido pela administração da companhia, passando pelos controles majoritário e minoritário.

Discute-se sobre as vantagens de um sistema de capital disperso em comparação a um sistema de capital concentrado.

De acordo com La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer⁷, o sistema de capital disperso é característico de mercados de capitais fortes e diversificados, com padrões de divulgação de informações rigorosos, ampla transparência e, comumente, maior quantidade de regras que visam a proteger os investidores. Por outro lado, o sistema de capital concentrado seria característica de mercados com modelos de governança corporativa, em geral, menos desenvolvidos.

Historicamente, as características políticas, sociais, culturais e econômicas do Brasil não contribuíram para o desenvolvimento de um mercado de capitais forte e ativo, fazendo com que os investimentos de menor risco, como títulos de renda fixa, fossem mais atraentes aos investidores do que investimentos no mercado de capitais.

A partir dos anos 2000, pode-se constatar desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro em decorrência, dentre outras razões, do movimento de desestatização e da criação do Novo Mercado. O referido segmento de listagem instituiu a adoção, pelas companhias, de níveis mais elevados de governança corporativa e determinou, entre outros, requisitos de dispersão acionária. Da mesma forma, pode-se constatar considerável alteração nas estruturas de propriedade das companhias abertas brasileiras, e, conseqüentemente, o surgimento de companhias com controle pulverizado⁸.

Apesar do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro nas últimas décadas e aumento recente dos níveis de dispersão acionária, a estrutura de propriedade acionária no Brasil sempre foi tradicionalmente concentrada, com poucas companhias com controle pulverizado⁹.

7 LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-517, abr. 1999.

8 A Lojas Renner S.A. é apontada por ter sido a primeira companhia de capital disperso do país, em 2005.

9 Como exemplos de companhias que atualmente declaram ter controle pulverizado, podemos citar a Cia. Hering, a Even Construtora e Incorporadora S.A. e Gafisa S.A.

13.3. Aspectos relevantes da pulverização do controle

Como já mencionado, a Lei das S.A. estabelece regime sobre o acionista controlador e o exercício do poder de controle, inclusive no que se refere à atribuição de deveres e responsabilidades específicas.

A ausência de um acionista controlador, verificada no caso das companhias de capital pulverizado, traz algumas implicações específicas que merecem maior aprofundamento. Descrevemos abaixo algumas dessas implicações.

13.3.1. O “controle gerencial”

Em uma companhia de controle pulverizado, nenhum acionista ou grupo de acionistas tem preponderância na orientação dos negócios sociais. Como resultado, o centro de decisões sobre as atividades da companhia acaba, na prática, deslocando-se para os órgãos da administração. Dessa forma, o fortalecimento da atuação dos órgãos da administração acaba por ser uma consequência esperada da pulverização do controle da companhia.

Para alguns autores, estar-se-ia, no caso, diante de hipótese de “controle gerencial”¹⁰. Fábio Konder Comparato trata do controle gerencial nos seguintes termos:

*O último tipo de controle, na classificação de Berle e Means, é o administrativo ou gerencial (management control), isto é, aquele não fundado na participação acionária mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações que divide o capital social. Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial de facto, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação*¹¹.

As disposições relativas ao acionista controlador previstas na Lei das S.A., entre elas o regime de responsabilidade, não passam a se aplicar, de forma automática, aos administradores da companhia de capital pulverizado, em razão do “controle gerencial”.

Deve-se observar, entretanto, que a Lei das S.A., ao estabelecer nos artigos 153 a 158, os deveres dos administradores, baseia-se em padrões de conduta genéricos ou

10 EIZIRIK, NELSON et al. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 396-397. De acordo com Luiz Antonio de Sampaio Campos, “Os administradores, principalmente aqueles das companhias com capital pulverizado, detêm grande parte do poder empresarial, e muitas vezes o verdadeiro poder, de fato, é exercido na administração da companhia e não na Assembleia Geral, tanto mais por conta do absenteísmo dos acionistas” (In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1085, v. I.).

11 COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976, p. 52.

standards, como é o caso, por exemplo, do dever de exercer as suas atribuições para lograr os fins e no interesse da companhia e do dever de lealdade.

A delimitação de conteúdo dos deveres dos administradores, pela sua generalidade, demanda a análise específica das circunstâncias do caso concreto. Nessa perspectiva, em uma companhia de capital pulverizado, os deveres dos administradores devem ser analisados de forma condizente com o poder que, na prática, lhes é confiado.

13.3.2. Conflito de agência

O conflito de agência é questão inerente às companhias por sua própria natureza, mas ganha contornos especiais no caso das com capital pulverizado em decorrência da acentuação do fracionamento entre a propriedade do capital social e o exercício do poder.

De acordo com Carolina Cardoso Ramalho,

“a definição clássica da teoria da agência poder ser consubstanciada na ideia do relacionamento mantido entre o(s) proprietário(s) de um bem (principal) e um terceiro eleito para gerir e tomar decisões envolvendo referido bem (agente), em qualquer tipo de relação, seja qual for o bem”¹².

O cerne do conflito de agência, no caso analisado, é a verificação de um desalinhamento de interesses entre os administradores de uma companhia e os seus acionistas.

A divergência de interesses é principalmente perceptível na diferença entre os objetivos perseguidos pelos referidos grupos. Enquanto os acionistas têm como objetivo principal a maximização de lucros e a valorização da companhia, com o menor custo possível, os administradores buscam a maior remuneração para os seus cargos e a maximização do seu status no mercado.

O principal desafio, no caso, é garantia de atuação do agente (no caso, o administrador) em benefício da companhia e seus acionistas.

Para mitigar o conflito de agência são apontados diversos mecanismos, tais como a imposição do dever de divulgar informações, o controle da remuneração dos administradores pelos acionistas e sua divulgação e a regulamentação dos deveres e responsabilidades dos administradores.

Nesse sentido, observe-se que a Instrução nº 480, editada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 7 de dezembro de 2009, dispõe sobre a divulgação de informações periódicas e eventuais pelas companhias abertas, inclusive aquelas relacionadas à remuneração dos seus administradores.

12 RAMALHO, Carolina Cardoso. Companhias com controle difuso e pulverizado e o conflito de agência à luz do direito brasileiro. *Revista de Direito Privado*, v. 59, p. 153-176, Jul./Set/2014.

13.3.3. Pedidos públicos de procuração

A Lei das S.A., no artigo 126, §2º, estabeleceu os requisitos do pedido de procuração, mediante correspondência ou anúncio publicado, e dispôs que a CVM regulamentaria o assunto.

De acordo com a Lei, o pedido deve satisfazer os seguintes requisitos: (i) conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido; (ii) facultar ao acionista o exercício de voto contrário à decisão com indicação de outro procurador para o exercício desse voto; e (iii) ser dirigido a todos os titulares de ações cujos endereços constem da companhia.

A Exposição de Motivos da Lei das S.A. justificou o dispositivo da seguinte forma:

“o § 2º do artigo 126 confere à CVM competência para disciplinar o pedido público de procurações que, embora não usual no Brasil, poderá ocorrer - a exemplo das conhecidas proxy fights da prática norte-americana - quando aumentar, entre nós, o número de companhias com capital amplamente distribuído no mercado”.

De fato, a *proxymachinery*, ou seja, a captação organizada em larga escala de procurações da maioria absenteísta para aglutinar os votos dos minoritários pulverizados, é prática adotada no mercado de capitais norte-americano com o fim de se atingir quóruns de deliberação social e viabilizar as decisões na companhia de controle pulverizado. As disputas de procurações (*proxy fights*) caracterizam-se pela batalha dos votos dos minoritários ausentes em assembleias.

Os pedidos públicos de procuração foram regulamentados pela CVM por meio da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009¹³. A administração da companhia pode apresentar pedido público de procuração e, nesse caso, deve comunicar ao mercado sua intenção de realizar pedido público de procuração com pelos menos dez dias úteis de antecedência, indicando as matérias para as quais as procurações serão solicitadas.

¹³ A Instrução define o pedido público de procuração da seguinte forma:
“Art. 22. Para os fins desta Instrução, são considerados pedidos públicos de procuração:

- I – os pedidos que empreguem meios públicos de comunicação, tais como a televisão, o rádio, revistas, jornais e páginas na rede mundial de computadores;
- II – os pedidos dirigidos a mais de 5 (cinco) acionistas, quando promovidos, direta ou indiretamente, pela administração ou por acionista controlador; e
- III – os pedidos dirigidos a mais de 10 (dez) acionistas, quando promovidos por qualquer outra pessoa.

Parágrafo único. Fundos de investimento cujas decisões sobre exercício do direito de voto em assembleia sejam tomadas discricionariamente pelo mesmo gestor serão considerados como um único acionista para os fins dos incisos II e III deste artigo.”

Além disso, também com o intuito de diminuir o absenteísmo nas assembleias, na Instrução CVM nº 561, de 7 de abril de 2015, que alterou a Instrução CVM nº 481/2009, a CVM regulamentou o voto a distância, criando um boletim de voto a distância por meio do qual o acionista poderá exercer seu direito de voto previamente à data da assembleia.

13.3.4. *Poison pill* como mecanismo de proteção da dispersão da base acionária

O surgimento das cláusulas de *poison pill* na realidade das companhias brasileiras se deu no início dos anos 2000, mais especificamente com a criação do segmento de listagem Novo Mercado, que, conforme mencionado anteriormente, passou a exigir das companhias novas práticas de governança corporativa.

A partir desse marco, o número de ofertas públicas passou a crescer cada vez mais e, com isso, houve uma maior dispersão do capital das companhias. Assim, mecanismos para evitar a tomada de controle por meio de uma oferta hostil começaram a surgir, como é o exemplo da *poison pill*.

Com o principal objetivo de manter o controle da companhia disperso, as cláusulas de *poison pill* brasileiras impõem a obrigatoriedade de o investidor realizar oferta pública para a aquisição do restante das ações da corporação, caso adquira determinado percentual de ações da empresa em circulação. Tal mecanismo costuma prever, também, critério para determinação do preço de aquisição das ações em patamares bastante elevados, com o objetivo de desestimular o possível ofertante.

Além das cláusulas de *poison pill*, os estatutos sociais costumam prever as chamadas “cláusulas pétreas”, que buscam dificultar a alteração ou até mesmo a remoção das *poison pills*, por meio da criação de ônus aos acionistas que votarem a favor da supressão ou alteração daquelas cláusulas, muitas vezes determinando a realização de uma oferta pública pelo acionista que votou a favor da supressão ou alteração da cláusula.

Por meio do Parecer de Orientação nº 36, aprovado pelo Colegiado da CVM em reunião realizada no dia 23 de junho de 2009, a autarquia esclareceu que não aplicará penalidades aos acionistas que votarem pela supressão ou alteração da cláusula estatutária de proteção à dispersão acionária, uma vez que tais cláusulas estariam em desacordo com o previsto nos artigos 115, 121, 122, inciso I, e 129 da Lei das S.A.¹⁴

14 Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

Art. 121. A assembleia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:

I - reformar o estatuto social;

13.4. Conclusão

A Lei das S.A. determina os critérios para caracterização do acionista controlador e estabelece um regime de deveres e responsabilidades que lhe são aplicáveis, com o intuito primordial de garantir que o exercício do poder de controle seja realizado em benefício da companhia e evitar possíveis abusos.

Há casos, porém, que, em virtude de dispersão acionária, nenhum acionista ou grupo de acionistas da companhia se qualifica como controlador, nos termos da Lei das S.A. Nesses casos, em que o controle da companhia é pulverizado, o centro das decisões acerca dos negócios sociais é deslocado para os órgãos de administração da companhia, ensejando uma série de implicações de notável relevância.

Nas companhias de controle pulverizado, o conflito de agência é aprofundado, na medida em que a separação entre propriedade do capital e controle das decisões sociais é acentuada. Diversas medidas, como a regulação sobre a divulgação de informações, a remuneração dos administradores e os direitos e responsabilidades dos administradores, ganham importância na tentativa de minimizar os efeitos do desalinhamento de interesses.

Na tentativa de evitar o absenteísmo, que é comum nas assembleias das companhias de capital pulverizado, e obter os quóruns de aprovação das deliberações sociais, a CVM regulamentou o pedido público de procuração previsto na Lei das S.A. e o voto a distância.

Cabe-se destacar, por fim, a prática adotada no direito brasileiro de adoção de *poison pills* nos Estatutos Sociais, com o objetivo de proteger a dispersão acionária das companhias.

Art. 129. As deliberações da assembleia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.

14

ASSEMBLEIA GERAL NAS COMPANHIAS

CLAUDIA MARIA SARTI

GERENTE JURÍDICO SOCIETÁRIO E DE SECRETARIA GERAL DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DA COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL. É TAMBÉM CONSELHEIRA SUPLENTE DO CONSELHO DELIBERATIVO DA CBS PREVIDÊNCIA. FORMADA EM DIREITO (1992) E PÓS-GRADUADA EM DIREITO PROCESSUAL CIVIL (1993) PELA FACULDADES METROPOLITANAS UNIDAS, POSSUI LLM EM DIREITO SOCIETÁRIO PELO IBMEC - SÃO PAULO (ATUAL INSPER).

14.1. Introdução

A legislação societária brasileira, Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”), estabelece que é um direito essencial do acionista fiscalizar, na forma prevista na lei, a gestão dos negócios da companhia.

Uma das formas pelas quais o acionista pode exercer seu direito de fiscalização é a participação na assembleia geral de acionistas, que representa a instância máxima de deliberação da companhia e na qual seus acionistas, com ou sem direito a voto ou com voto restrito, reúnem-se para deliberar sobre determinadas matérias de interesse da sociedade, tendo competência para decidir sobre todos os negócios relativos ao objeto da companhia e para tomar todas as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

É na assembleia geral, portanto, que se forma a vontade social, por meio do exercício do direito de voz e de voto pelos acionistas, sejam controladores ou minoritários.

Como ressaltado no voto da Diretora Ana Novaes, relatora do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/3630 “vale a pena destacar a importância das assembleias para a vida da companhia e dos seus acionistas, especialmente dos minoritários. A primeira e mais clara sinalização de que elas são importantes vem da Lei nº 6.404/76, que a elas reservou todo o Capítulo XI, que contempla os artigos 121 a 136. Por sua vez, a CVM, por meio da edição da Instrução CVM nº 481/09, normatizou as regras da lei societária, dando maior clareza aos procedimentos de funcionamento das assembleias. E, de fato, estou certa da importância das assembleias, pois nelas se decide a vida passada, presente e futura da companhia, com todos os reflexos daí decorrentes para ela própria, seus administradores e seus acionistas. Nelas, como é sabido, se discute os resultados auferidos pela companhia, a destinação de tais resultados, a distribuição de dividendos, o desempenho dos administradores, sua eleição, a eleição daqueles que irão fiscalizar os atos dos gestores, o estatuto social e tantas outras matérias importantes. Nas assembleias, portanto, são discutidos os direitos econômicos e políticos dos acionistas. É nelas que os acionistas dispõem da melhor oportunidade para expressar a sua vontade e fazer uso dos seus direitos.”

No Brasil, em que domina o controle concentrado, a cultura ainda é de baixa participação de acionistas minoritários em assembleias gerais. Esse cenário tende a mudar no âmbito das companhias abertas, tanto com o crescimento do número de companhias com capital disperso¹ como com as alterações atuais na regulação da CVM que incentivam e/ou facilitam a participação de acionistas minoritários, como por exemplo, a regulamentação sobre o voto a distância.

Apesar de ainda ser pouco expressiva, a participação de acionistas minoritários nas

¹ O termo *capital disperso* é aqui empregado para designar companhias nas quais não há um acionista ou grupo de acionistas unidos por acordo de acionista que detenham pelo menos 51% do capital total da companhia.

assembleias gerais tem aumentado nos últimos anos. Os acionistas não controladores estão mais envolvidos na busca por seus direitos e participando mais ativamente das decisões das companhias.

Nesse contexto, o presente artigo tem o objetivo de examinar algumas das principais questões relacionadas às assembleias gerais, sem a intenção de esgotar o assunto, com foco especial nas companhias abertas e à luz da Lei das S.A. e dos normativos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Para tanto, o trabalho contará com uma breve introdução sobre a competência das assembleias gerais e os requisitos formais para sua regularidade, seguida de um exame acerca do exercício do direito de voto na assembleia geral.

Este artigo também se propõe a apresentar algumas das discussões enfrentadas pela CVM no que diz respeito às assembleias gerais e o seu posicionamento quanto ao impedimento de voto, conflito de interesses, redução do quórum de deliberação da assembleia e interrupção do curso de prazo de antecedência de convocação de assembleia.

14.2. Competência da assembleia geral

Segundo o artigo 121 da Lei das S.A., a assembleia geral tem poderes para deliberar sobre todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar todas as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. Sua única função é deliberar.

Entretanto, os poderes da assembleia geral não são absolutos e estão sujeitos a limitações, uma vez que as decisões nela tomadas devem relacionar-se com o objeto da companhia e visar ao interesse social, ou seja, ser convenientes à preservação e ao desenvolvimento da companhia. Nesse sentido, a assembleia geral não pode derogar, desconhecer ou obstruir o exercício dos direitos inderrogáveis dos acionistas, previstos no artigo 109 da Lei das S.A., bem como não pode deliberar pela prática de atos estranhos ao objeto e aos fins sociais.²

Dessa forma, caso não sejam observados o interesse social e a função social da companhia ao ser tomada a deliberação, o acionista poderá ser responsabilizado pelos eventuais danos causados por atos praticados com abuso de poder ou ainda ter anulada a deliberação tomada em decorrência do voto do acionista em situação conflitante com o interesse da companhia, conforme o caso.³

Sendo o órgão máximo na estrutura de uma companhia, a lei reservou à assembleia geral competência privativa para deliberar sobre determinadas matérias, consideradas

2 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 774. v. 2

3 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 15-16. v. II.

de maior relevância.

O artigo 122 da Lei das S.A. relaciona as matérias cuja deliberação compete privativamente à assembleia geral:

- (i) reformar o estatuto social;
- (ii) eleger ou destituir, a qualquer tempo, os conselheiros de administração e conselheiros fiscais da companhia⁴;
- (iii) tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;
- (iv) autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1º, 2º e 4º do artigo 59⁵;
- (v) suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, conforme previsto no artigo 120;
- (vi) deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;
- (vii) autorizar a emissão de partes beneficiárias;
- (viii) deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e
- (ix) autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata⁶.

Além do mencionado artigo 122, há outros dispositivos específicos da Lei das S.A. que determinam que a competência para sua aprovação é privativa da assembleia geral. O artigo 256, por exemplo, determina que dependerá de deliberação da assembleia geral da compradora, a compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil sempre que o preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante⁷, ou, ainda, quando o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos seguintes três valores: (a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação;

⁴ Nas companhias fechadas, sem conselho de administração, compete à assembleia geral a eleição e destituição de diretores.

⁵ Na companhia aberta o conselho de administração poderá deliberar sobre a emissão de debêntures nas hipóteses previstas nos §§1º, 2º e 4º do art. 59.

⁶ Parágrafo único do artigo 122 da Lei nº 6.404/76 - "Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de concordata poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, convocando-se imediatamente a assembleia geral, para manifestar-se sobre a matéria."

⁷ Conforme definição prevista no artigo 247, parágrafo único da Lei das S.A.

(b) valor de patrimônio líquido da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado; e (c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 vezes o lucro líquido anual por ação nos dois últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente. Já o artigo 159 atribui à assembleia geral a competência para deliberar sobre a propositura de ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao patrimônio da companhia. Ainda, o artigo 166 prevê a competência da assembleia geral para deliberar sobre aumentos de capital quando o aumento não puder ser enquadrado na competência do Conselho de Administração (dentro do limite do capital autorizado). A redução de capital, por sua vez, será sempre de competência da assembleia geral, conforme artigos 107, § 4º e 173. A constituição de um grupo de sociedades também é matéria de deliberação privativa da assembleia geral nos termos do artigo 270, além de outros exemplos relacionados abaixo:

- (i) o artigo 44, que trata da autorização para aplicação de lucros ou reservas no resgate ou amortização de ações;
- (ii) o artigo 137, § 3º, que dá à assembleia geral competência para decidir sobre a ratificação ou reconsideração da deliberação que deu origem ao direito de recesso se os órgãos da administração entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de recesso colocará em risco a estabilidade financeira da empresa;
- (iii) a dispensa da exigência de cumprimento, pelos candidatos a membro do conselho de administração ou conselho fiscal, dos requisitos previstos no artigo 147, §3º, da Lei das S.A. de não ocupar cargos em conselhos de administração, fiscal ou consultivo em sociedade concorrente no mercado e de não ter interesse conflitante com a sociedade⁸;
- (iv) a fixação da remuneração dos administradores e de membros do conselho fiscal prevista nos artigos 152 e 162, § 3º;
- (v) a deliberação sobre a aplicação do excesso do saldo das reservas de lucros na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos quando ultrapassarem o capital social, estabelecido pelo artigo 199;
- (vi) a incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, prevista no artigo 252;

⁸ Presume-se ter interesse conflitante com o da companhia a pessoa que, cumulativamente: (i) tenha sido eleita por acionista que também tenha eleito conselheiro de administração em sociedade concorrente; e (ii) mantenha vínculo de subordinação com o acionista que o elegeu, sendo que essa presunção somente se opera se o conselheiro de administração de sociedade concorrente houver sido eleito apenas com os votos do acionista, ou se tais votos considerados isoladamente forem suficientes para sua eleição (§§ 1º e 2º do artigo 2º da Instrução CVM no 367, de 29 de maio de 2002).

-
- (vii) o parágrafo único do artigo 285, que reserva à assembleia a competência para sanar vício ou defeito na constituição da companhia; e
 - (viii) a mudança do jornal em que a companhia faz as publicações previstas na Lei das S.A., que deve ser precedida de aviso aos acionistas no extrato da ata da assembleia geral ordinária (artigo 289 §3º).

As atribuições definidas pela lei como privativas da assembleia geral não podem ser delegadas ao conselho de administração ou à diretoria, salvo nas hipóteses expressamente previstas na própria Lei das S.A.

Nessa linha, será considerada nula a disposição estatutária que outorgar a outros órgãos da sociedade a atribuição de deliberar sobre matéria de competência privativa da Assembleia. As exceções estão expressamente previstas na Lei das S.A., como, por exemplo, o art. 59, que estabelece que a deliberação sobre emissão de debêntures é de competência privativa da assembleia geral, porém admite que nas companhias abertas a deliberação sobre emissão de debêntures possa ser tomada pelo Conselho de Administração, nas hipóteses previstas nos parágrafos 1º e 2º do referido artigo⁹.

É importante ressaltar que o rol de matérias de competência privativa da assembleia geral pode ser ampliado pelo estatuto, porém com uma ressalva: o artigo 139 da Lei das S.A. veda que as atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos da administração sejam outorgados a outros órgãos da sociedade. Portanto, os acionistas têm liberdade para atribuir poderes para a assembleia geral, conselho de administração e diretoria, para deliberarem sobre determinadas matérias, desde que tais matérias não tenham sido atribuídas pela Lei das S.A. a algum órgão específico.

Da mesma forma, se o estatuto social estabelecer que a deliberação sobre determinada matéria é de competência do conselho de administração ou da diretoria, a assembleia geral não pode deliberar sobre tal matéria, tomando para si tal competência, pois neste caso estará desrespeitando a regra de delegação estabelecida pelo estatuto social.

No entanto, quaisquer outras matérias, que não sejam de competência privativa das assembleias por determinação da lei, podem ser delegadas ao conselho de administração ou à diretoria.

Nelson Eizirik sintetiza bem a competência da assembleia geral:

⁹ artigo 59 – A deliberação sobre emissão de debêntures é da competência privativa da assembleia geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto:

(...)

§1º Na companhia aberta, o conselho de administração pode deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, salvo disposição estatutária em contrário.

§2º O estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a, dentro do limite do capital autorizado, deliberar sobre a emissão de debêntures conversíveis em ações, especificando o limite do aumento de capital decorrente da conversão das debêntures, em valor do capital social ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas.

*A assembleia geral é, portanto, competente para deliberar sobre qualquer matéria de interesse da sociedade, com exceção daquelas que a Lei das S.A. expressamente atribuiu aos outros órgãos sociais e daquelas que implicam violação aos direitos essenciais dos acionistas. Os poderes da assembleia geral não são ilimitados; suas decisões devem estar estritamente relacionadas ao objeto da companhia e seu desenvolvimento.*¹⁰

Segundo Luis Gastão Paes de Barros Leães,

*“dentro da esfera de sua competência, tem a assembleia geral poderes soberanos que nem o Poder Judiciário, e muito menos o órgão do Registro do Comércio podem cercear. Se uma deliberação da própria assembleia tiver seus efeitos suspensos por decisão judicial, em decorrência do acolhimento das razões arguidas por acionistas dissidentes, nada obsta a que o conclave delibere novamente sobre a matéria, ainda que pendente o procedimento judicial, desde que evidentemente sane o vício ou defeito que comprometia a deliberação anterior.”*¹¹

Por fim, vale também ressaltar que a deliberação da assembleia geral vincula todos os seus membros, ainda que dissidentes ou ausentes,¹² e, como bem exposto por Ricardo Tepedino, as deliberações da assembleia geral

*“(...) são vinculantes para os demais órgãos sociais e para os acionistas, e muitas vezes constituem requisitos para que a companhia possa validamente se obrigar, mas devem sempre ser executadas pela Diretoria, a quem privativamente compete a representação da sociedade (artigo 138, § 1º, in fine) e, portanto, fazer atuar a vontade da Assembleia e estabelecer relações jurídicas com terceiros (Cf. FERRI, 1966, n. 184, p. 276; ASCARELLI, 1945, p. 367, nota 81) (...)”*¹³

14.3. Espécies de assembleias

A assembleia geral ora se reúne ordinariamente, ora extraordinariamente, em razão das matérias a serem deliberadas.

Assim, será ordinária a assembleia geral que deliberar sobre as seguintes matérias, previstas no artigo 132 da Lei das S.A.¹⁴:

10 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 23-24. v. 2.

11 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Convalidação e Revogação de Deliberações Assembleares. In: Pareceres. V. II, São Paulo: Singular, 2004, p. 1.331.

12 FRANÇA, Novaes; AZEVEDO, Erasmo Valladão. *Invalidez das Deliberações de Assembleia das S.A.* São Paulo: Malheiros, 1999, p. 41.

13 TEPEDINO, Ricardo. *Assembleia Geral*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 875-876. v. I.

14 O artigo 132 também relaciona como matéria de competência da assembleia geral ordinária a aprovação da correção da expressão monetária do capital social. Entretanto, a correção monetária do capital social, prevista no artigo 167 da Lei das S.A. foi extinta pela Lei no 9.249/95, o que acabou por derrogar o inciso IV do art. 132 da Lei das S.A., o qual não produz mais efeitos.

-
- (i) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras;
 - (ii) deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e distribuição de dividendos; e
 - (iii) eleger os administradores e os membros do Conselho Fiscal, quando for o caso.

A assembleia geral ordinária deverá ser realizada obrigatoriamente uma vez por ano, nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social. No entanto, ainda que seja realizada fora desse prazo, será ordinária a assembleia que deliberar sobre as matérias referidas acima.

A assembleia geral extraordinária, por sua vez, é competente para deliberar, a qualquer tempo, sobre quaisquer outras matérias de interesse da sociedade, desde que não sejam da competência da administração.

O Departamento de Registro Empresarial e Integração (DREI) fez constar expressamente em seus Manuais de Arquivamento das Juntas Comerciais a admissibilidade do arquivamento da ata de assembleia geral ordinária realizada fora do prazo legal, consolidando o entendimento no sentido de que a caracterização da assembleia como ordinária decorre das matérias nela deliberadas e não da data em que tiver sido realizada. Nesse sentido Nelson Eizirik comenta:

Ainda que assembleia geral ordinária seja realizada após o período de 4 (quatro) meses seguintes ao término do exercício social, ela continuará sendo uma assembleia ordinária, pois a competência é estabelecida ratione materiae e não ratione temporis. As Juntas Comerciais não podem recusar o arquivamento de assembleia geral ordinária realizada fora do prazo, pois a Lei das S.A. não estabelece nenhuma sanção para hipótese de ser esse prazo ultrapassado. A única consequência que pode advir da extemporaneidade é a responsabilização dos administradores que retardaram a convocação da assembleia pelos danos resultantes do atraso.¹⁵

Apesar de a Lei das S.A. não estabelecer expressamente a aplicação de sanções, é importante ressaltar que, no caso de companhias abertas, a não realização da assembleia geral ordinária nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social constitui infração de natureza grave, nos termos do artigo 60, inciso III, da Instrução CVM nº 480/09¹⁶, sujeita às penalidades

15 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 130. v. II

16 "Art. 60. Constitui infração grave para os efeitos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976:

(...)

III – a inobservância do prazo fixado no art. 132 da Lei nº 6.404, de 1976, para a realização da assembleia geral ordinária."

previstas no artigo 11 da Lei nº 6385/76.^{17 18}

De acordo com o parágrafo único do artigo 131 da Lei das S.A., a assembleia geral ordinária e a assembleia geral extraordinária poderão ser convocadas e realizadas cumulativamente, no mesmo local, dia e horário e lavradas em uma única ata.

A Lei das S.A. regula, ainda, as assembleias gerais especiais, que têm por finalidade reunir os acionistas titulares de uma determinada classe ou espécie de ação ou terceiros detentores de títulos de emissão da companhia, para deliberarem sobre assuntos de seu interesse. Assim, é o caso da (i) assembleia especial de acionistas titulares de ações em circulação no mercado para deliberar sobre a realização de nova avaliação para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, prevista no artigo 4º-A; (ii) assembleia especial de acionistas titulares de ações de classe atingida por resgate, mencionada no § 6º do artigo 44; (iii) assembleia geral especial dos titulares de partes beneficiárias, no caso de reforma do estatuto que modifique ou reduza vantagens a elas conferidas, prevista no artigo 51; (iv) assembleia de debenturistas para deliberar sobre matéria de interesse da comunhão dos debenturistas, prevista no artigo 71, ou nas hipóteses de alteração do estatuto para mudar o objeto da companhia ou para criar ações preferenciais ou modificar as vantagens das existentes (artigo 57 §2º) e

17 "Art . 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei de Sociedades por Ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII - proibição temporária, até o máximo de 10 (dez) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

[...]

§ 3º Ressalvado o disposto no parágrafo anterior, as penalidades previstas nos incisos III a VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários."

18 No Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2012/5754 houve a condenação à pena de advertência de membros do Conselho de Administração por infração ao artigo 132, combinado com o artigo 142, inciso IV, da Lei das S.A., por terem convocado a Assembleia Geral Ordinária fora do prazo legal. Em referido processo, o relator ressalta que "que a realização da AGO é um ônus imposto à companhia e é de competência do conselho de administração a sua convocação, como se deduz da dicção do art. 123. Tal ato, a convocação, é obrigatório e não está à mercê da vontade dos administradores, pois não realizá-la gera um vazio na vida da companhia." O relator esclarece que o entendimento da CVM sobre a responsabilidade dos conselheiros por não convocarem a AGO mudou ao longo do tempo. Como exemplo, ao julgar os Processos Administrativos Sancionadores nºs RJ2005/6764 e RJ2004/5238, a CVM concluiu que os conselheiros não poderiam ser punidos pela não convocação da AGO se as Demonstrações Financeiras da companhia não haviam sido elaboradas. Entretanto, a partir do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/6763, de relatoria do Presidente Marcelo Trindade, a CVM passa a punir os conselheiros que não convocam tempestivamente a AGO, independentemente de existir ou não as Demonstrações Financeiras, conclusão que foi seguida nos julgamentos dos Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2005/8604, de relatoria da Diretora Maria Helena Santana, e 05/2006, cujo relator foi o Diretor Eli Loria. Cita, ainda, que nos últimos anos, em todos os 17 casos julgados, houve a condenação dos conselheiros, a demonstrar que está consolidada a jurisprudência da CVM sobre o tema.

ainda em caso de redução do capital (artigo 174, §3º); e (v) assembleia especial de preferencialistas em caso de alteração estatutária, conforme previsto no estatuto da companhia (artigo 18, parágrafo único) e sempre que se pretender (a) criar ações preferenciais ou aumentar classes de ações preferenciais já existentes sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados no estatuto e (b) alterar as preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou a criação de uma classe mais favorecida (artigo 136, §§1º e 4º).

14.4. Requisitos formais para a regularidade da assembleia geral

Somente será considerada uma assembleia geral a reunião de acionistas que for devidamente convocada e instalada seguindo formalidades e com estrita observância às determinações legais e estatutárias estabelecidas.

A assembleia geral pode contar com a presença de todos os acionistas ou apenas de quantos bastem para constituir o quórum mínimo legal para sua instalação.

A não observância das formalidades legais de convocação e instalação da assembleia pode ensejar sua anulação.

14.4.1. Formalidades da convocação

Em regra, a assembleia geral será convocada pelo conselho de administração, ou pelos diretores, se não houver conselho de administração, respeitadas as regras estabelecidas no estatuto social da companhia.

A assembleia geral também poderá ser convocada:

- (i) pelo conselho fiscal quando os órgãos de administração retardarem por mais de um mês a convocação da assembleia geral ordinária e, no caso de assembleia geral extraordinária, sempre que houver motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias;
- (ii) por qualquer acionista, quando os administradores retardarem, por mais de sessenta dias, a convocação de assembleia nos casos previstos na lei ou no estatuto da companhia;
- (iii) por acionistas que representem 5%, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, o pedido de convocação devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas; e,
- (iv) por acionistas que representem 5%, no mínimo, do capital votante, ou 5%, no mínimo, dos acionistas sem direito a voto, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, o pedido de convocação de assembleia para instalação do conselho fiscal.

Nos termos do artigo 124, “caput”, e artigo 289 da Lei das S.A. a assembleia deverá ser convocada mediante anúncio publicado por três vezes, no mínimo, no órgão de divulgação oficial da União ou do Estado ou Distrito Federal, conforme o lugar em que a sede da companhia esteja situada, e em outro jornal de grande circulação editado na localidade em que está situada a sede da companhia.¹⁹

A primeira convocação da assembleia geral deverá ser feita com antecedência mínima de oito dias para a companhia fechada e de quinze dias para a companhia aberta²⁰, contado o prazo respectivo a partir da publicação do primeiro anúncio, não sendo obrigatório que as três publicações sejam consecutivas.²¹ Não se instalando a assembleia em primeira convocação, deve ser publicado novo anúncio, de segunda convocação, também por três vezes, com antecedência mínima de cinco dias para a companhia fechada e de oito dias para a companhia aberta. Ainda, considera-se uma irregularidade incluir a segunda convocação da assembleia geral já no edital de primeira convocação.

Nas companhias abertas, além da publicação do edital de convocação nos jornais, é necessária a sua divulgação na página da CVM na internet, nos termos do inciso VII do artigo 21 e do inciso I do artigo 30, ambos da Instrução CVM no 480/09.

Há que se destacar que o artigo 124, § 5º, da Lei das S.A. estabelece que, nas companhias abertas, a CVM poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista e ouvida a companhia: (i) aumentar, para até trinta dias, a contar da data em que os documentos relativos às matérias a serem deliberadas foram colocados à disposição dos acionistas, o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia geral de companhia aberta, quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas; e (ii) interromper, por até quinze dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares. Nesse sentido, a CVM editou a Instrução CVM no 372, de 28 de junho de 2002, que regula o procedimento a ser adotado nas hipóteses de adiamento de assembleia geral de acionistas de companhia aberta e de interrupção da fluência do prazo de sua convocação, de que tratam os

19 A companhia deve fazer as publicações previstas na Lei das S.A. sempre no mesmo jornal, e qualquer mudança deve ser precedida de aviso aos acionistas no extrato da ata da assembleia geral ordinária (art. 289 §3º da Lei das S.A.).

20 No caso das companhias abertas, (i) a CVM recomenda que o edital de convocação de AGO ou AGO/E seja publicado e divulgado em sua página na internet com pelo menos 30 dias de antecedência em relação à realização da assembleia, simultaneamente à Proposta da Administração (item 3.4.3 do Ofício-Circular/CVM/SEP/No 01/2017), e (ii) a Instrução CVM 559/2015 estabelece em seu Art. 8º que o emissor de ações que sirvam de lastro para programa de DR patrocinado deve convocar assembleia geral com o prazo mínimo de 30 dias de antecedência.

21 O Art. 294 estabelece que, no caso de companhias fechadas que tiverem menos de vinte acionistas e patrimônio líquido inferior a R\$1.000.000,00, a convocação da assembleia geral pode se dar por anúncio entregue a todos os acionistas, contra recibo, respeitado prazo de antecedência previsto no referido art. 124 da Lei das S.A.

incisos I e II do § 5º do art. 124 da Lei nº 6.404/76.

A assembleia geral deverá ser realizada na sede da companhia, salvo em caso de força maior. Nestes casos, os anúncios deverão indicar com clareza o local da reunião, a qual, em nenhuma hipótese, poderá se realizada fora da localidade da sede, entendendo-se como localidade da sede o distrito urbano ou rural em que está situada a sede social e não o respectivo município.²²

O edital de convocação deverá indicar o dia, a hora e o local em que a assembleia será realizada, bem como enumerar, expressamente, na ordem do dia, todas as matérias a serem deliberadas, não sendo admitida a utilização da rubrica “assuntos gerais” para matérias que dependam de deliberação da assembleia.²³

Além disso, se a eleição de conselheiros de administração for matéria a ser deliberada na assembleia de companhia aberta, também deverá ser indicado no edital de convocação o percentual mínimo de participação no capital votante necessário à requisição da adoção de voto múltiplo, conforme critérios estabelecidos na Instrução CVM no 165, de 11 de dezembro de 1991.^{24 25}

O anúncio de convocação também deve listar os documentos exigidos para que os acionistas sejam admitidos à assembleia, podendo a companhia solicitar o depósito prévio dos documentos mencionados no anúncio de convocação, se o estatuto o exigir. Porém, se o acionista comparecer à assembleia munido dos documentos exigidos no edital, poderá participar e votar, ainda que tenha deixado de depositá-los previamente.²⁶

Em caso de deliberação tomada em assembleia geral irregularmente convocada ou instalada, quando não há prejuízo a terceiros ou aos acionistas minoritários, o vício torna-se sanável mediante ratificação em nova assembleia geral regular, retroagindo a convalidação à data da assembleia inicial.

Vale ressaltar que, independentemente das formalidades acima mencionadas, a assembleia geral será considerada regular se comparecerem todos os acionistas, aí incluídos também aqueles detentores de ações sem direito a voto ou com voto restrito.

14.4.2. Disponibilização dos documentos necessários ao exercício do direito de voto e a Instrução CVM nº 481/09

22 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 841. v. 2.

23 Artigo 3º, parágrafo único, da Instrução CVM no 481/09.

24 Artigo 141 da LSA e artigo 4º da Instrução CVM no 481/09.

25 Os procedimentos em caso de eleição de conselheiros de administração por meio do voto múltiplo estão detalhados mais a frente neste artigo.

26 Artigo 5º da Instrução CVM no 481/09.

Para que possa exercer seu direito de voto, o acionista tem o direito de ser informado claramente sobre as matérias a serem submetidas à deliberação da assembleia geral. Assim, além do edital de convocação descrever as matérias a serem deliberadas, a companhia também deverá disponibilizar para os acionistas os documentos e informações necessários ao exercício do direito de voto.

O artigo 133 da Lei das S.A. estabelece que até um mês antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária, os administradores deverão comunicar, por meio de anúncios publicados na forma prevista no artigo 124 da Lei das S.A., que se encontram à disposição dos acionistas: (i) o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo; (ii) a cópia das demonstrações financeiras; (iii) o parecer dos auditores independentes, se houver; (iv) o parecer do conselho fiscal, inclusive os votos dissidentes, se houver; e (v) os demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia. A publicação desses anúncios é dispensada quando tais documentos forem publicados até um mês antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária.

Referidos anúncios deverão indicar o local onde os acionistas poderão obter cópias desses documentos, devendo a companhia remetê-las aos acionistas que assim solicitarem, por escrito. Nas companhias abertas, tais documentos devem ser disponibilizados na página da CVM na internet, ficando, portanto, acessível a todos os acionistas no mesmo momento.

Em que pese a disponibilização prévia dos documentos na forma acima mencionada, o relatório da administração, as demonstrações financeiras e o parecer dos auditores independentes, se houver, devem ser publicados no órgão de divulgação oficial da União ou do Estado ou Distrito Federal, conforme o local da sede da companhia, e em outro jornal de grande circulação editado também na localidade em que está situada a sede da companhia. Tais publicações deverão ocorrer até cinco dias, pelo menos, antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária. Entretanto, se esta reunir a totalidade dos acionistas pode-se considerar sanada a falta de publicação dos anúncios ou a inobservância dos prazos, mas, em qualquer caso, é obrigatória a publicação dos documentos antes da realização da assembleia.^{27 28}

Os documentos pertinentes às matérias a serem deliberadas na assembleia geral extraordinária devem ser postos à disposição dos acionistas na sede da companhia e, no caso de companhias abertas, também na página da CVM na internet, por ocasião

27 A companhia fechada que tiver menos de vinte acionistas, com patrimônio líquido inferior a R\$1.000.000,00, pode deixar de publicar os documentos acima referidos, desde que sejam, por cópias autenticadas, arquivados no registro de comércio juntamente com a ata da assembleia que sobre eles deliberar.

28 A Lei nº 13.043, de 13/11/2014, que incentiva o acesso de empresas de pequeno porte ao mercado de capitais dispõe, em seu artigo 19 §1º: "§ 1º As companhias de que trata o caput estão dispensadas de fazer suas publicações no órgão oficial da União, ou do Estado ou do Distrito Federal, mantida a publicação em jornal de grande circulação editado na localidade em que está situada a sede da companhia, que deverá ser efetuada de forma resumida e com divulgação simultânea da íntegra dos documentos no sítio do mesmo jornal na internet, durante o período em que fizerem jus ao benefício estabelecido no art. 16."

da publicação do primeiro anúncio de convocação, nos termos do §3º do artigo 135 da Lei das S.A., artigo 30, inciso II da Instrução CVM 480/09 e artigos 6º a 21 da Instrução CVM 481/09.

Merece destaque a Instrução CVM no 481/09, conforme alterada, que institui regras específicas relacionadas às assembleias gerais de companhias abertas que possuem ações admitidas à negociação em mercados regulamentados, disciplinando, em linhas gerais, os seguintes assuntos:

- (i) informações que devem acompanhar os anúncios de convocação;
- (ii) informações e documentos relativos às matérias a serem deliberadas;
- (iii) participação e votação a distância; e,
- (iv) pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto.

A Instrução CVM 481/09, em seus artigos 8º a 21, especifica detalhadamente quais são os documentos e as informações mínimas que a companhia aberta deverá disponibilizar aos acionistas na página da CVM na internet, relativos às matérias a serem deliberadas e quaisquer outras informações e documentos relevantes para o exercício do direito de voto em assembleia.

14.4.3. Quórum de instalação e de deliberação nas assembleias gerais

Em regra, a assembleia geral, seja ordinária ou extraordinária, instala-se em primeira convocação com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do capital social com direito a voto ou, em segunda convocação, com qualquer número.

Entretanto, a assembleia geral extraordinária que tiver por objeto a reforma do estatuto somente pode ser instalada, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 2/3 (dois terços) do capital com direito a voto, mas poderá instalar-se, em segunda convocação, com qualquer número.

As deliberações da assembleia geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos dos acionistas presentes, não se computando os votos em branco, aí incluídos, segundo Modesto Carvalhosa, os que se abstiveram de votar e os votos nulos.

O quórum de deliberação é formado unicamente por aquelas ações votantes que efetivamente se manifestaram sobre a proposta respectiva a favor ou contra. Excluem-se desse cômputo os votos em branco, neles

compreendidos os que nada declararam, os que se abstiveram ou os que votaram fora de matéria em pauta, ou ainda, os votos dissidentes em acordo de voto em bloco (art.118, § 8º).²⁹

As matérias enumeradas abaixo, previstas no artigo 136 da Lei das S.A., dependerão da aprovação de acionistas que representem, no mínimo, metade das ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão.³⁰

- (i) criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;
- (ii) alteração nas preferências, nas vantagens e nas condições de resgate ou na amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;
- (iii) redução do dividendo obrigatório;
- (iv) fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;
- (v) participação em grupo de sociedades;
- (vi) mudança do objeto da companhia;
- (vii) cessação do estado de liquidação da companhia;
- (viii) criação de partes beneficiárias;
- (ix) cisão da companhia; e
- (x) dissolução da companhia.

Nas companhias abertas e com dispersão acionária, a CVM pode autorizar a redução do quórum estabelecido acima, desde que nas três últimas assembleias tenham comparecido acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Nesse caso, a autorização da CVM deve ser mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com quórum reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação.³¹

²⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2, p. 920.

³⁰ O estatuto da companhia fechada pode aumentar o quórum exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias (artigo 129, §1º da Lei das S.A.).

³¹ No Processo Administrativo CVM no RJ2013/11983 a companhia requereu a redução do quórum de deliberação previsto no art. 136, após realizar três assembleias gerais especiais (AGESP) sem atingir o quórum das ações preferenciais exigido para aprovação da matéria posta em deliberação. O Colegiado da CVM, em decisão de 4 de fevereiro de 2014, acompanhou o voto da Relatora Ana Novaes e aprovou, por unanimidade, reduzir o quórum de aprovação da AGESP para 16% do capital preferencial total, isto é, 26,87% do total de ações preferenciais aptas a votar e determinou que a assembleia especial de preferencialistas fosse convocada com antecedência mínima de 30 dias, com menção à autorização

No caso de empate, se o estatuto não estabelecer procedimento de arbitragem e não contiver norma diversa, a assembleia deverá ser convocada com intervalo mínimo de dois meses para votar a deliberação. Se permanecer o empate e os acionistas não concordarem em submeter a decisão a um terceiro, caberá ao Poder Judiciário decidir, observando o interesse da companhia, conforme preceitua o § 2º do artigo 129 da Lei 6.404/76.

14.4.4. Representação dos acionistas

Nos termos do §1º do artigo 126 da Lei das S.A., o acionista poderá ser representado na assembleia geral por procurador constituído há menos de um ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado. Nas companhias abertas, o procurador pode ainda ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos.

Importante ressaltar que embora a lei condicione a representação dos acionistas à apresentação de procuração, não há imposição legal de quaisquer requisitos específicos quanto à forma do mandato. A Lei das S.A. e o Código Civil não estabelecem qualquer obrigatoriedade quanto ao reconhecimento de firma do outorgante na procuração.

Portanto, fica a critério da companhia exigir ou dispensar o reconhecimento de firma e a consularização dos instrumentos de procuração outorgados pelos acionistas a seus representantes, conforme entendimento da própria CVM³².

No final de 2014 a CVM consolidou o entendimento em relação à representação dos acionistas em assembleia geral, admitindo que as pessoas jurídicas sejam representadas nas assembleias de companhias por meio de seus representantes legais ou ainda por meio de mandatários devidamente constituídos, de acordo com os atos constitutivos da sociedade e com as regras do Código Civil. Desta forma, não há necessidade desse mandatário ser acionista, administrador da companhia ou advogado.³³

Em 2009, a CVM regulamentou o pedido de procuração previsto no §2º do artigo 126 da Lei das S.A. por meio da edição da Instrução CVM no 481, que, dentre outras coisas, passou a regular os pedidos públicos de procuração de companhias abertas com ações admitidas à negociação em mercados regulamentados, visando a contribuir

da CVM para realização da assembleia especial em uma única convocação com quórum reduzido e informando que o acionista controlador, também detentor de ações preferenciais, não votaria.

32 A CVM se pronunciou em 2008 no sentido de que a lei não impõe restrições ao uso de procurações eletrônicas e assinaturas digitais, e, também, não impõe a obrigatoriedade de reconhecimento de firma ou consularização das procurações de acionistas estrangeiros, podendo a companhia, a seu critério, dispensar o reconhecimento de firma e a consularização dos instrumentos de procuração outorgados pelos acionistas a seus representantes (Proc. RJ2008/1794).

33 Na Decisão de 4 de novembro de 2014 (Proc. RJ2014/3578), o Colegiado, acompanhando na íntegra e por unanimidade o voto apresentado pela Relatora Ana Novaes, deliberou no sentido de permitir que as companhias adotem em suas assembleias, a partir da publicação dessa decisão, a interpretação de que as pessoas jurídicas podem se fazer representar tanto por meio de seus representantes legais quanto por meio de mandatários devidamente constituídos, de acordo com os atos constitutivos da sociedade e com as regras do Código Civil.

para a redução de custos associados ao exercício do direito de voto.³⁴

Os pedidos públicos devem ser acompanhados da minuta de procuração e, no mínimo, das informações indicadas no Anexo 23 à referida Instrução, como por exemplo, nome da companhia, matérias para as quais a procuração está sendo solicitada, pessoas naturais ou jurídicas que promoveram, organizaram ou custearam o pedido de procuração, eventual existência de interesse especial das pessoas que fizeram o pedido público de procuração na aprovação das matérias para as quais a procuração está sendo solicitada, custo estimado do pedido de procuração etc.

Os pedidos públicos de procuração devem ser acompanhados, ainda, das informações e documentos previstos nos artigos 8º a 21 da Instrução CVM no 481/09, relativamente à matéria para a qual é solicitada a procuração, e de quaisquer outras informações e documentos relevantes para o exercício do direito de voto pelo acionista, podendo, alternativamente, fazer referência a uma página na rede mundial de computadores na qual todas as informações exigidas estejam disponíveis.

As procurações objeto de pedido público devem indicar um procurador para votar a favor, um procurador para se abster e outro procurador para votar contra cada uma das propostas objeto do pedido. Deve ainda indicar expressamente como o procurador deve votar em relação a cada uma das propostas ou, se for o caso, se ele deverá se abster em relação a tais propostas, bem como restringir-se a uma única assembleia. Assim, o acionista, conforme sua orientação de voto, deverá outorgar uma procuração para o procurador designado para aprovar a matéria específica, ou para aquele designado para rejeitar a proposta, ou ainda, para aquele incumbido de abster-se de votar, podendo, numa mesma assembleia, outorgar procuração para mais de um procurador caso sua orientação de voto seja no sentido de aprovar determinado item da ordem do dia e de rejeitar outro, por exemplo.

Os pedidos públicos de procuração devem ser dirigidos a todos os acionistas com direito de voto na assembleia, sendo que essa obrigação será considerada atendida (i) se o solicitante enviar o pedido por correspondência a todos os acionistas com direito de voto cujos endereços constem da companhia, (ii) se a companhia facultar a todos os acionistas com direito de voto a possibilidade de outorgar a procuração objeto do pedido por meio de sistema eletrônico na rede mundial de computadores, ou (iii) em se tratando de pedido promovido por acionista que não seja controlador nem administrador, se o pedido for feito mediante publicação nos jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia.

A administração da companhia também pode fazer pedido público de procuração, devendo comunicar ao mercado sua intenção com pelos menos dez dias úteis de antecedência, indicando as matérias para as quais as procurações serão solicitadas.

34

Artigos 22 a 32 da Instrução CVM no 481/09.

14.4.5. Participação a distância em assembleia gerais

Em 7 de abril de 2015 a CVM editou a Instrução CVM no 561, que regulamentou o artigo 121, parágrafo único, da Lei das S.A.³⁵ ao incluir na Instrução CVM no 481/09 a possibilidade de o acionista participar e votar a distância em assembleias gerais de companhias abertas. Referida Instrução também estabelece as regras para inclusão de propostas na ordem do dia de assembleias gerais e de candidatos para o conselho de administração e fiscal.³⁶

Essa medida foi mais um estímulo à participação de um maior número de acionistas nas assembleias gerais das companhias abertas. O voto a distância reduz o custo de participação dos acionistas nas assembleias, já que não precisarão comparecer pessoalmente. Também pode vir a facilitar a aprovação de matérias que dependam de quórum qualificado e que sejam do interesse da companhia e dos acionistas. Segundo declaração da Diretora da CVM, Luciana Dias, o intuito da CVM é facilitar a participação dos acionistas em assembleia gerais, tanto por meio do voto quanto por meio de apresentação de propostas, além de aprimorar os instrumentos de governança corporativa no mercado brasileiro.

Pela nova regulamentação da CVM, o acionista poderá exercer o voto por meio do preenchimento e entrega do “Boletim de Voto a Distância”, pelo qual o acionista poderá manifestar seu voto previamente à data de realização da assembleia. Também será possível para o acionista minoritário solicitar a inclusão de candidatos e propostas de deliberação no referido boletim, observados determinados percentuais de participação societária.

A Instrução CVM no 481/2009 prevê, ainda, os prazos, os procedimentos e as formas de envio do “Boletim de Voto a Distância”, que poderá ser encaminhado pelo acionista diretamente à companhia ou ao seu custodiante (caso as ações que detiver sejam objeto de depósito centralizado) ou ao escriturador das ações de emissão da companhia (caso tais ações não sejam objeto de depósito centralizado).

Sendo um sistema de votação ainda não testado, a CVM limitou a exigência do “Boletim de Votação a Distância” apenas nas seguintes situações: (i) por ocasião da assembleia geral ordinária; (ii) sempre que a assembleia geral for convocada para deliberar sobre a eleição de membros do conselho fiscal ou do conselho de administração, quando

35 Artigo 121, parágrafo único: “Nas companhias abertas, o acionista poderá participar e votar a distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários.”

36 A aplicação do art. 7º da Instrução CVM nº 561/15, que acrescenta o Capítulo III-A – Votação a Distância, à Instrução CVM nº 481/09, tornou-se obrigatória em 1º de janeiro de 2017 para as companhias que, na data da publicação da Instrução CVM 561/15, tinham ao menos uma espécie ou classe de ação de sua emissão compreendida em algum dos seguintes índices gerais representativos de carteira de valores mobiliários: (a) índice Brasil 100 – IbrX-100; ou (b) índice Bovespa – IBOVESPA, e a partir de 1º de janeiro de 2018 para as companhias abertas registradas na categoria A e autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores.

a eleição se fizer necessária por vacância da maioria dos cargos do conselho, por vacância em conselho que tiver sido eleito por voto múltiplo ou para preenchimento das vagas dedicadas à eleição em separado de que tratam os artigos 141, § 4º, e 239 da Lei das S.A.; e (iii) sempre que a assembleia geral extraordinária for convocada para ocorrer na mesma data marcada para a assembleia geral ordinária. Como regra geral, tais assembleias são mais previsíveis no que diz respeito à sua periodicidade e às matérias a serem discutidas.

Assim, o voto a distância não será obrigatório, no primeiro momento, para as assembleias gerais extraordinárias convocadas para deliberar sobre quaisquer outros assuntos, salvo se, companhia optar por adotar o “Boletim de Voto a Distância” em outras assembleias gerais extraordinárias.

A partir da vigência da nova regulamentação, considerar-se-á presente na assembleia geral, para todos os efeitos da Lei das S.A., o acionista que (i) a ela comparecer fisicamente ou que nela se fizer representar, (ii) cujo “Boletim de Voto a Distância” tenha sido considerado válido pela companhia; ou (iii) que tenha registrado sua presença no sistema eletrônico de participação a distância eventualmente disponibilizado pela companhia nos termos do artigo 21-C, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 481/09³⁷.

A companhia deverá computar os votos conforme mapa analítico das instruções de voto dos acionistas fornecido pelo escriturador, mapa analítico de votação elaborado por ela com base nos boletins de voto a distância que receber diretamente dos acionistas e conforme as manifestações de voto apresentadas pelos acionistas presentes na assembleia.

A mencionada Instrução CVM especifica, ainda, que a orientação de voto proveniente de determinado número de inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ deve ser atribuída a todas as ações detidas por aquele CPF ou CNPJ, de acordo as posições acionárias fornecidas pelo escriturador. Além disso, se houver divergências entre o “Boletim de Voto a Distância” recebido diretamente pela companhia e a instrução de voto contida no mapa de votação proveniente do escriturador para um mesmo número de inscrição no CPF ou

37 “Art. 21-C. Sem prejuízo do disposto no art. 21-B, a companhia pode disponibilizar aos acionistas sistema eletrônico para:

I – o envio do boletim de voto a distância; ou

II – a participação a distância durante a assembleia.

§1º O sistema eletrônico a que se refere o caput deve assegurar, no mínimo:

I – o registro de presença dos acionistas; e

II – o registro dos respectivos votos.

§2º Caso disponibilize sistema eletrônico para participação a distância durante a assembleia, a companhia deve dar ao acionista as seguintes alternativas:

I – de simplesmente acompanhar a assembleia, caso já tenha enviado o boletim de voto a distância; ou

II – de acompanhar e votar na assembleia, situação em que todas as instruções de voto recebidas por meio de boletim de voto a distância para aquele acionista, identificado por meio do número de sua inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ, devem ser desconsideradas.

§3º O disposto no §2º não impede que as companhias transmitam suas assembleias gerais em meios de comunicação de amplo acesso, como a rede mundial de computadores.”

CNPJ, a instrução de voto proveniente do escriturador deve prevalecer.

Ademais, a mesa da assembleia geral deve desconsiderar a instrução de voto a distância recebida por meio de “Boletim de Voto a Distância” de:

I – acionistas ou representantes de acionistas que, comparecendo fisicamente à assembleia geral, solicitem exercer o voto presencialmente;

II – acionistas que tenham optado por votar por meio de sistema eletrônico na forma do art. 21-C, § 2º, inciso II; e

III – acionistas que não sejam elegíveis para votar na assembleia ou na respectiva deliberação.

14.4.6. Procedimentos formais da reunião

Antes de iniciar a assembleia, os acionistas deverão assinar o Livro de Presença, indicando seu nome, nacionalidade e residência, bem como a quantidade, espécie e classe das ações de que forem titulares. Referida assinatura está condicionada à prova de legitimação para o comparecimento na assembleia, seja na qualidade de acionista, representante ou outro título de legitimação. Cumpre ressaltar que a lista de presença constitui ato preparatório da assembleia e é um instrumento indispensável para determinação do quórum de instalação e de deliberação do conclave.

Com a regulamentação pela CVM do voto a distância, a participação dos acionistas não precisará ser necessariamente presencial nas companhias abertas, nos termos do parágrafo único do artigo 121 e do parágrafo único do artigo 127, ambos da Lei das S.A.³⁸

O acionista que chegar após a instalação da assembleia, terá o direito de participar do conclave, tendo em vista que não há na lei qualquer previsão quanto ao procedimento a ser adotado em relação a este acionista. Nesse sentido, Modesto Carvalhosa ensina que não há impedimento para que os acionistas retardatários sejam admitidos à assembleia geral, podendo exercer todos os seus direitos inerentes às respectivas ações. Ainda segundo o autor, seus nomes não constarão do Livro de Presença, mas, sim, da ata da assembleia, com a anotação de que assinam a ata e não o livro, em virtude de

³⁸ Art. 121. A assembleia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

Parágrafo único. Nas companhias abertas, o acionista poderá participar e votar a distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 127. Antes de abrir-se a assembleia, os acionistas assinarão o “Livro de Presença”, indicando o seu nome, nacionalidade e residência, bem como a quantidade, espécie e classe das ações de que forem titulares.

Parágrafo único. Considera-se presente em assembleia geral, para todos os efeitos desta Lei, o acionista que registrar a distância sua presença, na forma prevista em regulamento da Comissão de Valores Mobiliários.

terem chegado ao conclave após o encerramento da lista de presença.³⁹ Nelson Eizirik afirma, ainda, que o estatuto social pode regular essa matéria, estabelecendo como requisito indispensável para participação do acionista na assembleia sua assinatura do Livro de Presença antes de sua instalação. Com a previsão expressa no estatuto, pode ser vedado o ingresso de acionistas retardatários.⁴⁰

Instalada a assembleia, os trabalhos serão dirigidos por uma mesa composta por um presidente e por um secretário, ambos escolhidos pelos acionistas presentes, se de outra forma não estabelecer o estatuto social da Companhia.

O presidente terá a função de conduzir os trabalhos da assembleia, a fim de manter a ordem no recinto, cuidando inclusive para que outras matérias estranhas ao edital de convocação não sejam discutidas na assembleia, evitando prejuízo aos acionistas ausentes, que poderiam ter seus direitos prejudicados por deliberações não previstas sobre as quais tenham interesse.

Ao secretário, caberá auxiliar o presidente nos trabalhos de instalação, realização e conclusão da assembleia, procedendo à lavratura da ata em livro próprio.

Vale ressaltar-se que no caso de assembleia geral ordinária é necessária a presença de ao menos um dos administradores da companhia e do auditor independente, se houver, para atender pedidos de esclarecimentos dos acionistas. Além disso, ao menos um membro do conselho fiscal deverá comparecer às assembleias gerais e responder aos pedidos de informações formulados pelos acionistas.

Admite-se a suspensão da assembleia e sua continuidade em data posterior, não havendo, neste caso, a necessidade de novos editais de convocação, desde que sejam determinados o local, a data e a hora de prosseguimento da sessão e que, tanto na ata da abertura quanto na do reinício, conste o quórum legal e seja respeitada a ordem do dia constante do edital de convocação⁴¹.

Dos trabalhos da assembleia, deve ser lavrada, em livro próprio, ata assinada pelo presidente e secretário da mesa, bem como pelos acionistas presentes. Para validade da ata, é suficiente a assinatura de quantos bastem para constituir a maioria necessária para as deliberações tomadas na assembleia.

39 CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2, p. 899.

40 EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Vol. II, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 97 e 98.

41 IN 38/2017, do DREI, Anexo III – Manual de Registro de Sociedade Anônima, itens 1.2.6, 2.2.6 e 3.2.6.

14.4.7. Procedimentos em caso de eleição de conselheiros de administração e fiscal

Como a composição do conselho de administração é determinada pela assembleia geral, e a assembleia geral delibera pelo voto da maioria, em geral os acionistas que detêm a maioria do capital votante são os que conseguem eleger seus candidatos para integrar o conselho de administração.

Por isso, para preservar os direitos dos acionistas minoritários, a lei criou alguns mecanismos que visam a facilitar e possibilitar que esses acionistas indiquem parte dos membros do conselho de administração⁴².

Um desses mecanismos é o procedimento de voto múltiplo, pelo qual acionistas que representem, no mínimo, um décimo do capital social com direito a voto, têm o direito de requerer a adoção do processo de voto múltiplo na eleição de conselheiros, atribuindo a cada ação tantos votos quantos forem os membros do conselho. Ou seja, cada ação passa a ter direito não mais a um voto, mas sim a tantos quantos forem as vagas no conselho de administração a serem preenchidas. Assim, os acionistas minoritários podem concentrar seus votos em um ou mais candidatos e, dessa forma, possibilitar a eleição de seus representantes no conselho de administração.

Nas companhias abertas, esse percentual mínimo para requerer a adoção do processo de voto múltiplo pode ser reduzido em função do capital social da companhia. É o que determina a Instrução CVM no 165/91, modificada pela Instrução CVM no 282/98, que cria uma tabela que reduz o percentual mínimo de dez por cento previsto no artigo 141 da Lei das S.A., fixando, para cada determinada faixa de capital, um percentual específico. Assim dispõe a Instrução CVM nº 165/91:

artigo 1º Em função do valor do capital social da companhia aberta, é facultado aos acionistas representantes do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do Conselho de Administração, observada a tabela a seguir:

Intervalo do Capital Social (R\$1)	Percentual Mínimo do Capital Votante para Solicitação de Voto Múltiplo %
0 a 10.000.000	10
10.000.001 a 25.000.000	9
25.000.001 a 50.000.000	8

42

Art. 141 da Lei das S.A.

50.000.001 a 75.000.000	7
75.000.001 a 100.000.000	6
Acima de 100.000.001	5

Parágrafo único. Para fins de enquadramento, a companhia aberta considerará o seu capital social vigente no último dia do mês anterior à data da convocação da Assembleia, acrescido da reserva de correção monetária do capital realizado, se ainda existir.

artigo 2º A cada ação serão atribuídos tantos votos quantos forem os membros do Conselho, sendo reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.

artigo 3º O percentual mínimo de participação no capital votante necessário à requisição da adoção do voto múltiplo constará, obrigatoriamente, do edital de convocação das Assembleias destinadas à eleição dos membros do Conselho de Administração de companhias abertas.

artigo 4º A inobservância ao disposto nesta Instrução configurará infração grave, passível de aplicação das penalidades previstas no artigo 11, incisos I a VI, da Lei nº 6.385/76.

A adoção do processo de voto múltiplo deve ser requerida, por escrito, até 48 horas antes da assembleia geral, pelos acionistas interessados e habilitados, ou seja, que representem o percentual mínimo de participação fixado na lei.

Outro mecanismo que visa a facilitar a eleição de membros do conselho de administração por acionistas não controladores é a votação em separado. Por esse mecanismo, acionistas titulares de ações preferenciais que representem, no mínimo, 10% do capital total da companhia e minoritários que detenham, no mínimo, 15% do capital votante⁴³, terão direito de eleger membro do conselho de administração, em votação em separado na assembleia geral, sem a participação dos acionistas controladores. Por este mecanismo, poderá ser eleito até um membro do conselho de administração pelos acionistas preferencialistas e outro pelos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias.

Na hipótese de os acionistas preferencialistas e ordinários não conseguirem reunir os percentuais mínimos acima indicados, poderão se reunir para eleger, em votação em separado, um conselheiro, desde que representem, em conjunto, pelo menos 10% do capital social.

⁴³ As ações ordinárias de acionistas minoritários que forem utilizadas na votação em separado não poderão ser utilizadas novamente no procedimento de voto múltiplo, caso os dois mecanismos sejam aplicados numa mesma assembleia.

A faculdade de eleger membros do conselho de administração em votação em separado somente poderá ser exercida por acionistas que tenham mantido suas ações pelo período mínimo de três meses ininterruptos antes da assembleia geral.

Quanto ao conselho fiscal, uma vez instalado, o § 4º do artigo 161 da Lei das S.A. assegura aos acionistas minoritários o direito de eleger, em votação em separado na assembleia geral, membros do conselho fiscal e respectivos suplentes. Esse direito é conferido (i) aos titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, independentemente da participação acionária detida, a quem é reservada uma vaga no conselho fiscal (titular e suplente), e (ii) aos acionistas minoritários que representem, em conjunto, 10% ou mais das ações com direito a voto, a quem também é reservada uma vaga no conselho fiscal (titular e suplente).

A esse respeito, vale destacar a interpretação do referido artigo dada no PROC. CVM RJ2007/11086. Em seu voto, o relator Marcos Pinto concluiu que o requisito de 10% previsto no art. 161, §4º, da Lei das S.A. não se refere ao número de ações que o minoritário presente à assembleia precisa deter para eleger um membro no Conselho Fiscal, mas sim ao número de ações detidas por minoritários da companhia. O Colegiado da CVM acompanhou o relator no sentido de que o requisito de 10% previsto nesse dispositivo legal diz respeito ao número de ações com direito a voto detidas por todos os acionistas minoritários da companhia e não somente àqueles que compareceram à assembleia, decidindo, ainda, que, para preservar a segurança jurídica, essa interpretação seria aplicada pela CVM somente às eleições para o conselho fiscal que ocorressem a partir da data da publicação daquela decisão. Segundo o relator, os acionistas minoritários não têm propriamente o direito de eleger um conselheiro, mas sim o direito de realizar uma “votação em separado”, na qual o candidato que receber a maioria dos votos será eleito para o conselho fiscal.

Quando o funcionamento do conselho fiscal não for permanente, poderá ser instalado a pedido de acionistas presentes em qualquer assembleia geral, que representem, no mínimo, um décimo das ações com direito a voto, ou 5% das ações sem direito a voto, sendo que, nas companhias abertas, esses percentuais podem ser reduzidos em função do capital social da companhia, conforme previsto na Instrução CVM no 324/00, que cria uma tabela que reduz os percentuais previsto no artigo 161 da Lei das S.A., fixando, para cada determinada faixa de capital, um percentual específico. Assim, o conselho fiscal de funcionamento não permanente das companhias abertas será instalado pela assembleia geral, a pedido de acionistas que representem, no mínimo, as porcentagens de ações constantes da seguinte escala:

Capital Social da companhia aberta	% de Ações com direito a voto	% de Ações sem direito a voto
Até R\$ 50.000.000,00	8%	4%
Entre R\$ 50.000.000,00 e R\$ 100.000.000,00	6%	3%
Entre R\$ 100.000.000,00 e R\$ 150.000.000,00	4%	2%
Acima de R\$ 150.000.000,00	2%	1%

Sempre que a assembleia geral for convocada para eleger administradores ou membros do conselho fiscal, a companhia deverá disponibilizar na página da CVM na internet informações detalhadas relativamente aos candidatos indicados ou apoiados pela administração ou pelos acionistas controladores, conforme estabelecido pelo artigo 10 da Instrução CVM no 481/09.

14.4.8. Aspectos formais da ata de assembleia

Sob o ponto de vista formal, a ata da assembleia não poderá conter emendas, rasuras ou entrelinhas, exceto se houver ressalva expressa no próprio instrumento e com a assinatura de todas as partes.

As atas deverão indicar, necessariamente: (i) a denominação completa; (ii) o número de inscrição do registro de empresas – NIRE; (iii) o número no cadastro nacional de pessoa jurídica - CNPJ; (iv) o local, hora, dia, mês e ano de sua realização; (v) a composição da mesa; (vi) o quórum de instalação; (vii) a forma de convocação; (viii) a ordem do dia; (ix) os fatos ocorridos e deliberações; e (x) o fecho, mencionando o encerramento dos trabalhos, a lavratura da ata, sua leitura e aprovação, seguindo-se as assinaturas dos membros da mesa e acionistas presentes, sendo suficiente a assinatura de quantos bastem para constituir a maioria necessária para as deliberações tomadas na assembleia ⁴⁴.

Em conformidade com o parágrafo 5º do artigo 134 da Lei das S. A., o arquivamento no registro do comércio e a publicação da ata de assembleia geral ordinária serão sempre obrigatórios.

Com relação às atas de assembleia geral extraordinária, a Lei das S. A. não é clara a respeito da necessidade de arquivamento no registro do comércio e publicação de toda e qualquer ata, limitando-se a mencionar expressamente a necessidade de arquivamento no registro do comércio e/ou de publicação de atas de assembleia geral

44 IN 38/2017, do DREI, Anexo III – Manual de Registro de Sociedade Anônima, itens 1.2.6, 2.2.6 e 3.2.6.

extraordinária que visem a: (i) deliberar sobre matéria que der ensejo ao exercício do direito de recesso, pelo acionista (artigos 45, §§ 6º e 7º, e 137, IV e V e parágrafo 3º); (ii) aprovar a emissão de debêntures (artigos 62, I, e 64 III); (iii) aprovar a reforma do estatuto social (artigo 135, parágrafo 1º); (iv) deliberar/tomar ciência da renúncia de administrador (artigo 151); (v) aprovar a redução do capital social, com restituição aos acionistas (artigo 174); (vi) tomar a prestação final de contas do liquidante (artigo 216, parágrafo 2º); e (vii) aprovar as operações de incorporação, fusão e cisão (artigos 227 §3º, 228 §3º, 229 §4º, 230, 231 §1º, 232 e parágrafo único do art. 233). A Lei das S.A. determina, ainda, que a assembleia geral de constituição e de transformação de sociedade limitada para sociedade anônima também devem ter as respectivas atas publicadas (inciso II do artigo 64, artigo 98 e parágrafo único do artigo 220). Além disso, alguns prazos prescricionais para a propositura de ações judiciais contra a sociedade, seus sócios e administradores começam a fluir da publicação da ata.

Boa parte da doutrina entende que as atas de assembleia geral extraordinária somente devem ser arquivadas no registro do comércio e publicadas quando contiverem deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros ou quando expressamente previsto na lei.

Observados esses limites, não é obrigatória a publicação da ata de assembleia geral extraordinária, o que pode representar uma redução de custos interessante para a companhia.

Assim, em se tratando de assembleia geral ordinária, a publicação e o registro são obrigatórios, pelo disposto no § 5º do artigo 134 e no caso de assembleia geral extraordinária, no entanto, tais formalidades são excepcionalmente exigidas.

Vale mencionar os artigos 30, IV e 31, IV, da Instrução CVM no 480/09, que determinam a disponibilização na página da CVM na internet de atas de assembleias gerais extraordinárias, especiais e de debenturistas. Como referidos artigos não fazem qualquer ressalva ou exceção⁴⁵, pode-se entender que todas as atas de assembleia geral extraordinária devam ser disponibilizadas na página da CVM na internet, inclusive aquelas que não contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros e que, portanto, não forem arquivadas no registro do comércio e nem publicadas.

14.5. Direito de voto

O voto é um direito do acionista e é o meio pelo qual ele pode manifestar sua vontade individual para formação da vontade coletiva da sociedade.

É na assembleia geral que o acionista pode exercer seu direito de voz e de voto. Todos

⁴⁵ O inciso IV do artigo 30 e o inciso V do artigo 31 da Instrução CVM no 480/09 ressalvam expressamente que devem ser disponibilizadas na página da CVM na internet as atas de reunião do conselho de administração, desde que contenham deliberação destinada a produzir efeitos perante terceiros.

os acionistas da companhia, sejam eles detentores de qualquer espécie ou classe de ações, podem participar da assembleia geral expressando sua opinião e requerendo esclarecimentos, porém somente os titulares de ações com direito a voto poderão participar das deliberações.

Todas as ações ordinárias conferem ao seu titular o direito de voto. O estatuto social pode estabelecer a criação de uma ou mais classes de ações preferenciais com direito de voto restrito. As ações preferenciais sem direito a voto podem adquirir tal direito nas seguintes hipóteses específicas previstas na Lei das S.A.:

- (i) na assembleia especial dos titulares de ações em circulação no mercado para deliberar sobre a necessidade de realização de nova avaliação da companhia para efeitos de uma oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta (artigo 4º-A, caput e §1º, da Lei das S.A.);
- (ii) na assembleia especial dos titulares de ações da espécie ou classe que forem objeto de resgate, quando tal operação não estiver previamente autorizada no estatuto social (artigo 44, §6º, da Lei das S.A.);
- (iii) na assembleia convocada para aprovar a nomeação dos peritos ou empresa especializada responsável pela apuração do valor econômico da companhia para a fixação do valor de reembolso devido aos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia geral extraordinária (artigo 45, § 4º, da Lei das S.A.);
- (iv) na assembleia de constituição da sociedade (artigo 87, §2º, da Lei das S.A.);
- (v) caso a companhia, pelo prazo previsto no estatuto social, que não pode ser superior a três exercícios sociais, deixe de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus (artigo 111, §1º, da Lei das S.A.);
- (vi) nas assembleias especiais dos titulares de ações de espécie ou classe que forem prejudicadas em decorrência de deliberações tomadas em assembleia geral extraordinária que versem sobre: a criação de ações preferenciais, ou o aumento de classe de ações preferenciais existentes sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais (salvo se tal possibilidade já estiver previamente autorizada no estatuto); a alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de preferenciais; e a criação de uma nova classe de ações preferenciais mais favorecida (artigo 136, §1º, da Lei das S.A.);
- (vii) na eleição, em separado, de um membro do conselho de administração, (artigo 141, § 4º, inciso II, da Lei das S.A.);

-
- (viii) na eleição, em separado, de um membro do conselho fiscal (artigo 161, § 4º, alínea “a”, da Lei das S.A.);
 - (ix) em todas as assembleias gerais, durante o período em que a companhia permanecer em estado de liquidação (artigo 213, § 1º, da Lei das S.A.);
 - (x) nas deliberações sobre a transformação da sociedade em outro tipo societário (artigo 221 da Lei das S.A.); e
 - (xi) na assembleia geral extraordinária convocada para apreciar a mudança do registro de negociação das ações em bolsa de valores para o mercado de balcão, organizado ou não (artigo 16-A da Instrução CVM nº 243/96).

O direito de voto depende da manutenção da qualidade de acionista, ou seja, em regra, quem tem direito de voto é o acionista, admitindo-se, excepcionalmente, o exercício do voto por aquele que não tenha a titularidade plena de ações ou a interferência de alguém que não é o próprio acionista, como são os casos do usufrutuário⁴⁶, do credor pignoratício ou do credor garantidor por alienação fiduciária^{47 48}. Vale citar, ainda, a operação de empréstimo de ações, que envolve a transferência temporária da propriedade das ações para o tomador, fazendo com que direitos, como o de voto, por exemplo, passem a ser exercidos pelo tomador, caso não tenha vendido as ações.⁴⁹

O direito de voto não é ilimitado, como previsto no artigo 115 da Lei das S.A., devendo o acionista, ao exercê-lo, considerar sempre o interesse da companhia e não os seus interesses particulares. Poderá ser considerado abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte ou possa resultar prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

O voto proferido de forma contrária ao interesse da companhia poderá vir a ser anulado. Nesta hipótese, o acionista que assim votou poderá ser responsabilizado pelos eventuais prejuízos que sua conduta tenha causado à companhia ou a terceiros.

O cômputo dos votos em uma assembleia geral é essencial e define os rumos da companhia. Cada voto manifestado poderá influenciar a formação de vontade da

46 Na constituição de usufruto de ações, pode-se atribuir o voto ao nu-proprietário ou ao usufrutuário (art. 114 da Lei das S.A.).

47 Nas ações gravadas com penhor, as partes podem estabelecer no contrato que o acionista não poderá votar em certas deliberações sem o consentimento do credor pignoratício. Nas ações gravadas com alienação fiduciária, o credor não poderá exercer o direito de voto, mas só se permite o exercício do voto pelo devedor na forma prevista no contrato; o exercício do voto continua, portanto, com o acionista titular das ações.

48 SIMÕES, Paulo Cesar Gonçalves. *Governança Corporativa e o exercício do voto nas S.A.* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003, p.20.

49 O empréstimo de ações é uma operação em que investidores doadores emprestam aos investidores tomadores, por prazo determinado, e mediante a cobrança de uma taxa livremente pactuada, certa quantidade de ações.

sociedade, e a decisão de se considerar ou não o voto de determinado acionista pode mudar totalmente a história de uma companhia.

Daí a importância do cuidado e diligência no momento da admissão do acionista para participar da assembleia geral, bem como no momento do cômputo dos votos dos acionistas presentes ao conclave, levando em consideração a existência de impedimentos, eventual infração de acordo de acionistas ou conflito de interesses.

Assim, a companhia deve ser diligente para que sejam cumpridas todas as formalidades previstas na lei e em seu estatuto para admissão de um acionista à sua assembleia, para comprovação de sua qualidade de acionista. Ademais, o presidente da mesa deve cuidar para que os acionistas votantes não estejam impedidos de fazê-lo.

Nesse sentido, de acordo com o artigo 126 e seus parágrafos da Lei das S.A., a companhia poderá exigir a apresentação de comprovante hábil que identifique a pessoa como acionista da companhia⁵⁰ e de documento de identidade ou de procuração outorgada há menos de um ano.⁵¹ Portanto, não pode a companhia fazer exigências adicionais que visem impedir a participação de um acionista em sua assembleia.

Com relação ao cômputo dos votos, a Lei das S.A. estabeleceu o princípio majoritário, pelo qual as deliberações serão tomadas por maioria absoluta de votos dos acionistas presentes, não sendo computados os votos em branco/abstinências.

No cômputo dos votos devem ser levadas em consideração as regras acerca do direito de voto e impedimento de voto estabelecidas na Lei das S.A., estatuto social e acordos de acionistas eventualmente arquivados na sede da companhia.

Na contagem de votos é essencial que seja possível a identificação precisa de quem vota e qual o sentido do voto. Nas assembleias em que há grande disputa entre os acionistas, o processo deve ser cauteloso no que diz respeito ao exame da validade das procurações, decisão sobre impedimentos de votos, verificação dos poderes dos representantes de acionistas vinculados por acordo de votos, contagem de votos e identificação dos votantes.⁵²

Nos últimos anos tem se intensificado a participação de minoritários nas assembleias gerais de acionistas e a tendência é de que esta participação aumente a cada ano, com as novas regulamentações que vêm surgindo e que visam facilitar a participação dos acionistas minoritários nas assembleias gerais, como a Instrução CVM no 561, de 7 de

50 Nas companhias abertas, com ações em circulação no mercado, essa comprovação pode ser feita, por exemplo, mediante a apresentação pelo acionista de extrato para participação em assembleia com a quantidade de ações detida, emitido pela Central Depositária de Ativos CBLC, ou ainda, por meio de extrato ou consulta online feita na base de dados da instituição financeira contratada pela companhia para prestação dos serviços de escrituração de valores mobiliários, nos termos dos artigos 27 e 34, § 2º, da Lei das S.A., e da regulamentação específica sobre o assunto, caso as ações não estejam depositadas em depositário central.

51 Ver Decisão do Colegiado da CVM, de 4 de novembro de 2014 (Proc. RJ2014/3578), indicada na nota 33.

52 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 113. v. 2.

abril de 2015, que regulamenta o voto a distância⁵³.

O aumento da dispersão acionária e o crescente ativismo de acionistas minoritários estão levando ao surgimento de maiores conflitos entre acionistas.

Há casos recentes de companhias abertas em que houve grandes debates e participação ativa de minoritários em suas assembleias gerais, em especial no que diz respeito à eleição de conselheiros de administração e fiscal. O cômputo dos votos, nessas assembleias, foi fortemente questionado pelos acionistas minoritários, que travaram uma disputa acirrada e cheia de protestos e manifestações acerca da contagem dos votos para eleição de conselheiros de administração.

Um caso emblemático envolvendo a discussão acerca da validade ou não do voto proferido em assembleia geral foi julgado em dezembro de 2014 pela CVM. Nesse processo a CVM apurou se houve o exercício indevido do direito de voto, com descumprimento da vedação à participação em eleições reservadas a acionistas minoritários e acionistas titulares de ações preferenciais para escolha de membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal em assembleias gerais. A CVM concluiu, neste caso, que a Petros, um dos acusados no processo, não poderia ter participado da votação reservada a acionistas minoritários para escolha de membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal da Petrobras.⁵⁴

Vale ressaltar que antes da decisão acima, o Colegiado da CVM já havia julgado outros casos envolvendo a participação de Entidades Fechadas de Previdência Complementar na eleição de representantes de acionistas minoritários e preferencialistas para o conselho fiscal⁵⁵ e que o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas da CVM, em consonância com o disposto no Parecer de Orientação nº 19/90, vinha no sentido de que, na eleição em separado para o conselho fiscal pelos acionistas preferencialistas (artigo 161, § 4º da Lei 6.404/76), não deveriam participar quaisquer acionistas que não se inserissem no conceito de minoria que a lei buscou proteger, ou seja, além dos controladores também não deveriam participar pessoas a eles vinculadas.

Há algumas situações especiais que podem limitar o exercício do direito de voto, como a existência de acordos de acionistas, o conflito de interesse, o abuso do direito de voto e situações em que a lei expressamente impõe o impedimento de voto.

⁵³ Ver os comentários no capítulo deste artigo sobre participação a distância em assembleias gerais.

⁵⁴ Processo Administrativo Sancionador no 11/2012, no qual foram apuradas as responsabilidades de Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI, Fundação dos Economistas Federais – FUNCEF e de Fundação Petrobras de Seguridade Social – PETROS por terem votado nas eleições de candidatos a conselheiros da Petrobras em vagas destinadas a minoritários em assembleias realizadas em 2011 e 2012.

⁵⁵ (i) Processo Administrativo Sancionador RJ2001/9686, julgado em 12/08/2004 (caso “Fundação Sudameris”); (ii) Processo Administrativo Sancionador RJ2002/4985, julgado em 08/11/2005 (caso “PREBEG”); (iii) Processo Administrativo Sancionador Nº 07/2005 julgado em 24/04/2007 (caso “Mendesprev I”); (iv) Processo Administrativo Sancionador RJ 2009/4768, julgado em 13/04/2010 (caso “Mendesprev II”); e (v) Processo Administrativo Sancionador RJ 2010/10555, julgado em 05/09/2011 (caso “BANESE”).

14.5.1. O voto proferido com infração ao Acordo de Acionistas

O acordo de acionistas é um pacto celebrado entre determinados acionistas de uma companhia e que estabelece, em geral, regras sobre o exercício do direito de voto ou do poder de controle, bem como a compra e venda de suas ações e a preferência em adquiri-las (artigo 118 da Lei das S.A.).

O acordo de acionistas poderá estabelecer regras que definem como os signatários do acordo deverão exercer o direito de voto nas assembleias gerais. Uma cláusula bastante comum é a obrigação de os signatários votarem em bloco, a favor ou contra determinada deliberação. Nesses casos costuma ser realizada uma reunião prévia dos acionistas participantes do acordo, na qual são definidos os votos que deverão ser proferidos na assembleia geral. O objeto da decisão na reunião prévia vincula todos os membros do acordo, inclusive os dissidentes, ausentes e abstinentes, que deverão votar na assembleia geral no mesmo sentido.

A companhia deve observar os acordos de acionistas arquivados em sua sede. Cabe ao presidente da assembleia avaliar se determinado voto contraria o acordo de acionistas devidamente arquivado na companhia, devendo deixar de computar o voto proferido com infração ao acordo. A decisão do presidente da assembleia de não computar o voto dado em violação ao acordo de acionistas é definitiva no momento da assembleia e somente poderá ser questionada judicialmente.

Os acionistas devem, em regra, seguir as instruções emanadas de acordos de acionistas aos quais estejam vinculados, porém, o acordo de acionistas não pode ser invocado para eximi-los de responsabilidade no exercício do direito de voto. Assim, se a orientação de voto recebida for ilegal, se conflitar com o interesse social e se houver situação de conflito de interesses, o acionista não poderá votar nesse sentido.

14.5.2. Impedimento de voto, conflito de interesse e abuso do direito de voto

Segundo Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira⁵⁶, o ponto básico apresentado pela lei, e do qual defluem os demais comandos legais, é que o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia. O abuso de direito e o conflito de interesses decorrem, portanto, da desobediência a tal comando básico: se o voto não satisfaz a tal preceito não é direito, é violação do direito.

A lei das S.A., em seu artigo 115, ao regular o exercício do direito de voto, aborda a questão do exercício abusivo do direito de voto, do conflito de interesses e do impedimento de voto:

56

RDM v. 128, p. 234, in Inquérito Administrativo CVM TA/RJ2002/1153, de 06/11/2002.

Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º O acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

§ 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.

§ 3º O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

Como se vê, segundo o artigo 115, §§ 1º e 2º, da Lei das S.A., o acionista está impedido de votar (i) nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com os quais concorrer para a formação do capital social, exceto quando todos os subscritores do capital forem condôminos do bem aportado ao capital social; (ii) na aprovação de suas contas como administrador; (iii) em quaisquer outras deliberações que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou (iv) em quaisquer deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

No que diz respeito à vedação ao voto na aprovação do laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e na aprovação de suas próprias contas como administrador, não resta dúvida, seja na doutrina jurídica, seja nas decisões da CVM, de que o acionista está previamente impedido de votar, uma vez que essas hipóteses estão expressamente previstas no artigo 115, §1º, da Lei 6.404/76. Também não há dúvida quanto ao impedimento de voto nas deliberações que puderem beneficiar o acionista de modo particular.

Entretanto, há discussão no que diz respeito à existência, ou não, de proibição que impeça previamente o acionista de votar em questões em que possa existir conflito de interesses.

No entendimento de José Luiz Bulhões Pedreira,

“Interesse conflitante significa interesse oposto, contrário, incompatível ou colidente. Não é apenas interesse diferente, ou distinto, que pode ser, inclusive, coincidente com o da companhia, ou complementar a este: é válido o voto proferido pelo acionista no interesse da companhia, ainda que na deliberação tenha outro interesse próprio, distinto do da companhia, desde que não seja com este conflitante.”⁵⁷

O Parecer de Orientação CVM no 34, de 18 de agosto de 2006, que teve por objetivo divulgar a interpretação da CVM sobre a incidência do impedimento prévio de voto de que trata o § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76 em certas deliberações que possam beneficiar de modo particular os acionistas controladores ou proponentes de operações de incorporação ou de incorporação de ações, traz em seu corpo importantes esclarecimentos sobre esta discussão. De acordo com o referido Parecer de Orientação:

“(...) A polêmica ocorre na análise dos casos concretos, pois não há um critério objetivo unânime que distinga hipóteses ‘que puderem beneficiar [o acionista] de modo particular’ e hipóteses em que o ‘interesse [do acionista seja] conflitante com o da companhia’ (§ 1º do artigo 115). Parcela da doutrina jurídica entende que, nesta última hipótese, é possível que o voto seja dado e, posteriormente, seja analisada a sua validade. Em resumo: é razoavelmente pacífico que a hipótese de benefício particular é diferente da hipótese de conflito de interesses, no texto do artigo 115, § 1º, da Lei 6.404/76. Também é razoavelmente pacífico que em caso de benefício particular o acionista está previamente impedido de votar. Mas é normalmente difícil distinguir as hipóteses de benefício particular das hipóteses de conflito de interesses. (...) A constatação do impedimento de voto não envolve um julgamento sobre a licitude da deliberação a ser tomada. O acionista potencialmente favorecido estará impedido de votar mesmo que se trate, como se espera, de deliberar sobre benefícios perfeitamente lícitos, e que possam coincidir com o interesse da companhia. O impedimento de voto, portanto, se dá pela especificidade do benefício, pela particularidade de seus efeitos em relação a um acionista, comparado com os demais. E mesmo em tais casos, se falhar a proibição cautelar de voto, e o acionista impedido votar, a deliberação somente será anulável se o voto do acionista potencialmente beneficiado tiver sido determinante para a formação do quorum ou da maioria assemblear. (...)”

A doutrina se divide a esse respeito, havendo os que defendem que o conflito é formal, ou seja, a verificação se dá a priori, pelo simples fato de haver situação de interesses conflitantes, ficando o acionista impedido de votar sempre que houver tal situação, porque se considera impossível atender simultaneamente seu interesse particular e seu interesse como acionista. Neste caso, o acionista sequer poderia votar, ainda que, apesar de ter interesse conflitante com o da companhia, votasse no interesse desta.

Por outro lado, aqueles que defendem que o conflito de interesses é material fundamentam sua posição numa interpretação sistemática da lei. Entendem que o conflito é fenômeno cuja verificação se dá depois da manifestação do voto pelo acionista. Ou seja, o acionista vota na assembleia geral e, sendo constatado que ao votar agiu de forma contrária ao interesse social, seu voto deixa de ser computado para a aprovação da respectiva deliberação, sendo anulável a deliberação, se tal voto houver sido decisivo para a formação da maioria. Isso porque não se pode presumir que o acionista irá privilegiar seu interesse em detrimento do interesse da companhia, o que somente poderá ser observado após a manifestação do voto, caso a caso e de acordo com o conteúdo do voto do acionista.

Nesse sentido, podem ser citados os seguintes casos apreciados pela CVM:

(i) Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977, julgado em dezembro de 2001, em que, com base no voto da diretora relatora, Norma Jonssen Parente, prevaleceu a interpretação do conflito de interesses formal, quando a CVM entendeu que a controladora estaria em conflito de interesses e deveria, portanto, ter se considerado impedida de votar em assunto em que tinha interesse ou que a beneficiava de modo particular (o pagamento de royalties pelo uso de marca ao controlador indireto), sendo desnecessário verificar se o seu voto foi ou não contrário ao interesse da companhia, ou seja, se o contrato era ou não equitativo. Tal entendimento baseava-se no fato de a controladora estar, simultaneamente, em posições contratuais opostas ainda que de forma indireta. Nesse inquérito houve um voto vencido, do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, que fundamentou seu voto no sentido de considerar que o conflito de interesses é material, somente podendo ser verificado caso a caso e de acordo com o conteúdo do voto do acionista, depois de manifestado o voto. Em sua declaração de voto, o diretor menciona que é o acionista quem deve julgar, a princípio, se está ou não em conflito de interesse, no sentido de que somente o acionista pode, de antemão, saber se irá privilegiar algum interesse que não o da sociedade.

(ii) Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2002/1153, de novembro de 2002, no qual prevaleceu o entendimento de que o conflito é material. Nesse inquérito, a CVM analisou uma situação na qual acionistas supostamente teriam interesse conflitante, e, portanto, não poderiam ter votado na assembleia geral que tratou da celebração do contrato entre a controladora e concessionárias controladas indiretamente. A CVM absolveu os acionistas acusados com base no entendimento de que o conflito de interesses é material e que, portanto, somente pode ser verificado depois de proferido o voto do acionista. Em seu voto, a relatora, Norma Jonssen Parente afirmou que “o abuso do direito

(rectius poder) de voto somente pode ser verificado posteriormente, em um controle substancial, visto que este ocorre quando o agente, atuando dentro das prerrogativas que o ordenamento jurídico lhe concede, deixa de considerar a finalidade social para a qual o direito subjetivo foi concedido (posto que os direitos são conferidos para serem usados de uma forma que se afeiçoe ao interesse coletivo), ou, o que vem a dar no mesmo, quando o agente exerce sem qualquer interesse legítimo;” e que “o conflito de interesses é meramente formal, constatado a priori, considerando o comando impeditivo generalizado contido no parágrafo único do artigo 115 e o sistema preconizado na lei societária.” O voto da relatora não prevaleceu, tendo a maioria dos diretores acompanhado o voto do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, no sentido de que o conflito de interesse é material. Segundo o diretor, em face do que dispõe o artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações, “o acionista, controlador ou não, deve exercer o seu direito de voto no interesse da companhia; que a desobediência a esse princípio caracteriza o abuso do direito do voto e no caso específico o conflito de interesses; que o primeiro juízo a respeito do conflito de interesse deve caber ao próprio acionista; que não se deve partir da premissa de que o acionista não votou de boa-fé, devendo o conflito ser apurado a posteriori;”

(iii) Proc. RJ2014/11826, em que o Colegiado da CVM concluiu que o acionista encontrava-se em situação de conflito de interesses quando da votação em assembleia geral relacionada à aprovação das contas dos administradores da companhia e à propositura de ação de responsabilidade contra si próprio, estando, portanto, impedido de votar direta e indiretamente, por força do § 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/1976, ainda que seu voto tenha sido dado na assembleia geral extraordinária no sentido de suspensão das deliberações.

(iv) Processo Administrativo Sancionador CVM no RJ2013/6635, no qual a CVM considerou a União culpada da acusação de ter votado com conflito de interesse na assembleia geral extraordinária da Eletrobrás, quando foi aprovada a renovação de concessões. A União, acionista controladora da companhia, votou favoravelmente à renovação antecipada de contratos de concessão de geração e transmissão de energia celebrados entre ela, enquanto poder concedente, e a empresa, como concessionária. Merecem destaque alguns trechos do voto da relatora, Luciana Dias: “Assim como já afirmado em inúmeros precedentes da CVM, na grande maioria das situações pelas quais uma companhia passa ao longo de sua existência, o controlador está na melhor posição para decidir sobre o destino a ser dado às questões que a envolvem. (...) Impedir o controlador de votar somente faz sentido, e é permitido pela lei societária brasileira, quando, de alguma

maneira, há um interesse externo desse controlador que pode fazer com que ele não tome uma decisão no melhor interesse da companhia, privilegiando esses interesses externos. (...) Se todos os acionistas forem afetados igualmente por uma deliberação, todos terão incentivos para votar de acordo com o melhor interesse da companhia. No entanto, se um acionista for particularmente beneficiado, é significativo o risco de que ele venha a privilegiar seu próprio interesse; por isso, para proteger a legitimidade da decisão assemblear, é importante impedir que este acionista vote. O impedimento de voto nasce da necessidade de expurgar da assembleia geral os acionistas que tenham interesses próprios na deliberação a ser tomada e que, por isso, possam privilegiá-los, preterindo os interesses da companhia e dos demais acionistas. Em outras palavras, o impedimento de voto dos acionistas que possam se beneficiar de modo particular com a deliberação, seja na hipótese de benefício particular ou de conflito de interesses, é uma medida de proteção à legitimidade da assembleia e da decisão nela tomada. Foi exatamente essa a situação identificada pela Acusação – a renovação antecipada dos contratos de concessão implicava a renúncia de certos direitos que a Eletrobrás tinha em relação à União, de forma que, se não por outras questões já discutidas no voto, ao menos por essa, a decisão de renovação dos contratos envolvia interesses externos da União e a beneficiaria de forma particular, colocando-a em situação de conflito. Dessa forma, para que a decisão de renovar os contratos de concessão fosse legítima, no regime estabelecido pelo §1º do artigo 115 da Lei nº 6.404, de 1976, era necessário que a União se abstivesse de votar.”

A questão ainda é muito complexa e objeto de polêmica na doutrina jurídica, estando longe de ser pacificada. As diversas discussões acerca dessa matéria em processos perante a CVM têm mostrado que o entendimento de seus diretores ainda não está consolidado, havendo ainda decisões que tratam o conflito como formal e outras, como material.

No que diz respeito ao abuso do direito de voto, é abusivo o voto quando o acionista tem intenção de causar dano à companhia ou a outros acionistas ou ainda de obter vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

A Lei das S.A. não faz qualquer distinção ao tratar do voto abusivo, portanto, o abuso do direito de voto pode ser praticado tanto pelo acionista controlador como pelo minoritário. O acionista, controlador ou minoritário, que votou com abuso responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não tenha prevalecido.

Além disso, o voto abusivo e a deliberação aprovada por maioria constituída com esse

voto estão sujeitos à anulação.

O artigo 117, § 1º, da Lei das S.A. apresenta uma lista exemplificativa de atos que são considerados como abusivos quando praticados pelo controlador, dentre os quais, alguns relacionados ao exercício do direito de voto. A CVM, por meio da Instrução CVM no 323, de 19/1/2000, também define hipóteses de exercício abusivo do poder de controle e de infração grave. Para caracterização do abuso do poder de que trata o artigo 117 da Lei das S.A., ainda que desnecessária a prova da intenção subjetiva do acionista controlador em prejudicar a companhia ou os minoritários, é indispensável a prova do dano⁵⁸.

O voto abusivo também pode ser praticado pela minoria, por exemplo, quando o acionista minoritário assume a posição de maioria presente na assembleia, por ausência ou impedimento do controlador, quando exerce direitos de veto de forma leviana ou quando se utiliza do Conselho Fiscal para pressionar a administração ou o controlador.

14.6. Direito de retirada

Um dos principais direitos dos acionistas minoritários é o direito de retirada ou direito de recesso, mediante reembolso do valor das suas ações, calculado com base no valor do patrimônio líquido declarado no último balanço aprovado pela assembleia geral ordinária ou com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação.

O direito de recesso constitui direito essencial do acionista, nos termos do artigo 109, inciso V, da Lei das S.A., do qual não pode ser privado nem pelo estatuto social nem pela assembleia.

Tal direito decorre de deliberação tomada em assembleia geral e é assegurado ao acionista dissidente da deliberação da assembleia. Portanto, o acionista somente poderá exercer o direito de retirar-se da companhia caso (i) tenha comparecido à assembleia e tenha votado contra a deliberação que motivou o exercício do direito de recesso ou tenha se absterido de votar; ou (ii) não tenha comparecido à assembleia geral (artigo 137, § 2º, da Lei das S.A.).

O direito de retirada do acionista não está sujeito à aceitação ou à concordância da companhia, bastando, para tanto, que o acionista dissidente declare verbalmente durante a assembleia que irá exercer o direito de retirada, o que deverá ficar consignado em ata, ou manifeste sua vontade de retirar-se da sociedade posteriormente, por documento escrito enviado à companhia no prazo máximo de trinta dias contados da publicação da ata da assembleia que contenha a deliberação que ensejou o direito de retirada. Uma vez recebida pela companhia, a declaração de vontade do acionista torna-se irrevogável, ou seja, o acionista não poderá arrepender-se ou retratar-se,

58

Recurso Especial no 798.264 – SP (2005/0190864-1) – Superior Tribunal de Justiça.

ficando obrigado a alienar suas ações naquelas condições.

As deliberações da assembleia geral que ensejam o direito de recesso são as seguintes:

- (i) criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstas ou autorizadas pelo estatuto;⁵⁹
- (ii) alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;⁶⁰
- (iii) redução do dividendo obrigatório;
- (iv) fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;⁶¹
- (v) participação em grupo de sociedades;⁶²
- (vi) mudança do objeto social da companhia;
- (vii) cisão da companhia;⁶³
- (viii) transformação da companhia em outro tipo societário;⁶⁴
- (ix) não abertura de capital da sociedade que resultar de uma operação de incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhia aberta;⁶⁵
- (x) aquisição, por pessoa jurídica de direito público, realizada por meio de desapropriação de ações representativas do controle acionário da companhia em funcionamento;⁶⁶

59 e 60 Neste caso o acionista somente poderá retirar-se da companhia caso a deliberação aprovada em assembleia geral afete negativamente os direitos que lhe são assegurados pelas ações de sua propriedade (art. 137, inciso I, da Lei das S.A.).

61 e 62 Não terá direito de recesso o titular de ações de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado considerando-se haver: i) liquidez, quando a espécie ou classe de ação integre um índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, definido pela CVM; e ii) dispersão, quando o acionista controlador detiver menos da metade das ações de determinada espécie ou classe (art. 137, inciso II, da Lei das S.A.).

63 Os acionistas minoritários somente terão direito de recesso se a cisão acarretar: i) a mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para a sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; ii) a redução do dividendo obrigatório; ou iii) a participação da companhia em um grupo de sociedades (art. 137, inciso III, da Lei das S.A.).

64 Art. 221 da Lei das S.A.

65 Art. 223, § 3º e § 4º, da Lei das S.A.

66 Art. 236, parágrafo único da Lei das S.A.

(xi) incorporação de ações;⁶⁷ e

(xii) aprovação ou ratificação da aquisição do controle de outra sociedade mercantil quando o preço de aquisição ultrapassar certos parâmetros previstos na Lei das S.A.⁶⁸

Pelas matérias elencadas acima, pode-se observar que o direito de retirada tem por fim proteger o acionista minoritário contra determinadas modificações na estrutura da companhia ou contra a redução dos direitos assegurados às suas ações, desobrigando-o de continuar como acionista de uma companhia essencialmente diferente daquela da qual adquiriu as ações.

Nas companhias abertas, cujas ações apresentem, cumulativamente, liquidez e dispersão no mercado, os acionistas minoritários não terão direito de recesso, nos casos em que a Lei das S.A. especifica, porque se há dispersão e liquidez, o acionista pode vender suas ações no mercado e poupar a companhia do ônus do resgate.

Vale, entretanto, ressaltar que o exercício do direito de recesso, em alguns casos, pode ser extremamente oneroso e inviável para a companhia. Por esta razão, a Lei das S.A., em seu artigo 137, § 3º, faculta à companhia a realização de outra assembleia para ratificar ou reconsiderar a deliberação que deu origem ao direito de retirada, se a administração entender que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da companhia.

14.7. Anulação das deliberações tomadas em assembleias gerais

A assembleia é parte fundamental dentro da estrutura da sociedade anônima por ser o órgão deliberativo que resolve quais serão os rumos dos negócios sociais. As deliberações da assembleia geral somente poderão ser alteradas por uma outra deliberação assemblear ou por decisão judicial.

As assembleias gerais ou especiais, irregularmente convocadas ou instaladas, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação podem ensejar a

67 Art. 252, § 1º, da Lei das S.A. Não terá direito de recesso o titular de ações de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado considerando-se haver: i) liquidez, quando a espécie ou classe de ação integre um índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, definido pela CVM; e ii) dispersão, quando o acionista controlador detiver menos da metade das ações de determinada espécie ou classe (art. 137, inciso II, da Lei das S.A.).

68 Os acionistas minoritários terão direito de recesso se o preço de aquisição do controle da outra sociedade mercantil ultrapassar uma vez e meia o maior entre os seguintes valores: a) cotação média, em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, das ações de emissão da companhia adquirida, durante os 90 dias anteriores à data da operação; b) o valor de patrimônio líquido da ação ou quota da sociedade adquirida, avaliado a preços de mercado; e c) o valor do lucro líquido da ação ou quota da sociedade adquirida (art. 256, § 2º, da Lei das S.A.). Entretanto, não terão direito de recesso caso (i) as ações de que sejam titulares apresentem, cumulativamente, liquidez e dispersão no mercado, conforme o conceito indicado na nota 67 acima.

propositura de ação para anular as deliberações tomadas, como preceitua o artigo 286 da Lei das S.A.

Em que pese a Lei das S.A. não mencione expressamente, é indiscutível que o disposto no parágrafo único do artigo 285 da Lei das S.A.⁶⁹ se aplica a qualquer assembleia e não apenas à assembleia geral de constituição, ou seja, a companhia pode, mesmo depois da propositura da ação, por deliberação da assembleia geral, providenciar para que seja sanado o vício ou defeito verificado, mesmo depois da propositura da ação de anulação.

Vale destacar o ensinamento de Nelson Eizirik, no sentido de que

O regime de nulidades no Direito Societário é diferente daquele que prevalece no Direito Civil, tendo em vista a necessidade de se preservar a estabilidade dos negócios realizados pelas companhias, que afetam não apenas elas próprias e seus acionistas, mas também um grande número de terceiros.” e que “Aplica-se, com as necessárias adaptações, ao Direito Societário o regime geral da anulabilidade dos atos viciados ou defeituosos (nulidade relativa), não da nulidade absoluta.

Eizirik afirma, ainda, que para evitar a ocorrência de distúrbios às atividades empresariais, adota-se, no âmbito do Direito Societário, o critério de não se atribuir efeitos retroativos à eventual anulação de atos societários, de forma a evitar dificuldades de ordem prática que poderiam vir a ser acarretadas pela obrigatoriedade de se restituir as partes ao estado anterior.⁷⁰

A nulidade absoluta somente pode ser cogitada em caso de disposição estatutária contrária à lei.

Qualquer acionista, titular de ação com ou seu direito a voto, tem legitimidade para propor essa ação contra a companhia.

Há 3 tipos de vícios que podem ensejar a anulabilidade da assembleia geral e de determinadas deliberações:

- (i) vício da própria assembleia, quando, em violação da lei ou do estatuto, tiver sido irregularmente convocada ou mesmo não convocada, ou irregularmente instalada, situação em que o vício atingirá todas as deliberações que nela forem tomadas;
- (ii) vício das deliberações, situação em que as deliberações da assembleia podem ter

69 Art. 285. A ação para anular a constituição da companhia, por vício ou defeito, prescreve em 1 (um) ano, contado da publicação dos atos constitutivos.

Parágrafo único. Ainda depois de proposta a ação, é lícito à companhia, por deliberação da assembleia-geral, providenciar para que seja sanado o vício ou defeito.

70 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 591 e 592. v. III.

sido tomadas, todas ou algumas delas apenas, com violação da lei ou do estatuto; e, (iii) vício do voto, quando votos que concorreram para a formação da deliberação tenham sido viciados em razão de erro, dolo, fraude, ou simulação, ou, ainda, em virtude da incapacidade dos votantes ou de violação do disposto no §1º do artigo 115, §1º do artigo 134 ou no § 2º do artigo 228.

Além da ação de anulação, total ou parcial, da assembleia, existe a possibilidade de se propor ação declaratória de nulidade da assembleia, nos casos em que o vício verificado na assembleia for tão grave, que atente contra a ordem pública ou contra os bons costumes, ou, ainda, que infrinja direito de terceiros. Não há previsão na Lei das S.A. sobre a ação declaratória de nulidade da assembleia, mas é uma possibilidade aceita pela doutrina e pelos tribunais.

Muito embora o artigo 286 estabeleça que esse direito prescreva em 2 (dois) anos, contados da deliberação impugnada, importante registrar que a doutrina pacificou o entendimento de que o prazo prescricional começa a ser contado da publicação da deliberação, entendimento esse já confirmado pelos Tribunais, com base na interpretação sistemática da Lei das S.A., na medida em que os artigos 285 e 287, que também tratam de prescrição, estabelecem como marco inicial do prazo prescricional a data da publicação do ato. Entretanto, há outras situações não previstas na Lei das S.A., como por exemplo, o caso de a pessoa agravada pela deliberação não ser acionista da companhia, ou de a companhia não ter publicado a ata, portanto, a análise da contagem do prazo prescricional deverá ser feita no caso concreto, sendo imprescindível examinar-se o vício objeto do pedido, a condição do postulante e a sua relação com a companhia, para adequada definição do marco inicial e do prazo prescricional correto, se civil ou especial.

14.8. As assembleias gerais de companhias abertas e a atuação da Comissão de Valores Mobiliários

Todas as companhias abertas estão sujeitas à supervisão e fiscalização da CVM, que, por força da Lei nº 6.385/76, tem competência para, entre outras coisas, fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado, bem como aplicar aos autores das infrações apuradas as penalidades previstas no artigo 11 da referida lei, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

A Lei das S.A. também prevê que alguns de seus artigos serão regulamentados pela CVM. É o caso, por exemplo, do artigo 291 da mencionada lei, que estabelece que a CVM poderá reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, a porcentagem mínima de participação no capital social das companhias abertas que

dá direito aos acionistas de (i) solicitar exibição de livros (Art. 105); (ii) convocar assembleia (Art. 123, parágrafo único, alínea c); (iii) requerer a adoção de processo de voto múltiplo para eleição de conselheiros de administração (Art. 141, caput); (iv) solicitar informações sobre os administradores da companhia (§1º do Art. 157); (v) promover ação de responsabilidade contra administradores (§4º do Art. 159); (vi) pedir a instalação de conselho fiscal (§2º do Art. 161); (vi) solicitar informações ao Conselho Fiscal (§6º do Art. 163); (vii) promover ação de reparação de danos causados por sociedade controladora (§1º, alínea “a”, do Art. 246); e (viii) pedir o funcionamento do conselho fiscal de companhia afiliada a grupo, quando não for permanente (Art. 277).

As principais instruções da CVM que têm relação com assembleias gerais de companhias abertas estão relacionadas abaixo:

- Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009⁷¹, que dispõe sobre informações que devem acompanhar os anúncios de convocação, informações e documentos relativos às matérias a serem deliberadas, pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto e votação a distância em assembleias de acionistas de companhias abertas que possuam ações admitidas a negociação em mercados regulamentados.

- Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009⁷², que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários e estabelece, dentre outras coisas, a obrigatoriedade de envio pelas companhias abertas, por meio do sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, de informações periódicas e eventuais relacionadas a suas assembleias gerais e a algumas deliberações tomadas nessas assembleias.

- Instrução CVM nº 561, de 7 de abril de 2015, alterada pela Instrução CVM nº 570/15, que altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480/09 e à Instrução CVM nº 481/09 bem como regula o voto a distância.

- Instrução CVM nº 165, de 11 de dezembro de 1991, alterada pela Instrução CVM nº 282/98, que fixa escala reduzindo, em função do capital social, o percentual mínimo de participação acionária necessário ao requerimento do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do conselho de administração de companhia aberta.

- Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999, alterada pelas

71 Alterada pelas Instruções CVM nº 552/14, 561/15, 565/15, 567/15 e 594/17.

72 Alterada pelas Instruções 488/10, 509/11, 511/11, 520/12, 525/12, 547/14, 552/14, 561/15, 567/15, 568/15, 569/15, 583/16, 584/17, 585/17, 586/17, 588/17, 595/18, 596/18, 600/18, 603/18 e 604/18.

Instruções CVM nº 320/99, nº 349/01 e nº 565/15, que dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta.

- Instrução CVM nº 367, de 29 de maio de 2002, que regula a declaração prevista no § 4º do artigo 147 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que deve ser firmada pela pessoa eleita membro do conselho de administração de companhia aberta, visando à comprovação do cumprimento das condições constantes do § 3º daquele artigo.

- Instrução CVM nº 565, de 15 de junho de 2015, que dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A⁷³.

- Instrução CVM nº 323, de 19 de janeiro de 2000, que define hipóteses de exercício abusivo do poder de controle e de infração grave.

- Instrução CVM nº 324, de 19 de janeiro de 2000, fixa escala reduzindo, em função do capital social, as porcentagens mínimas de participação acionária necessárias ao pedido de instalação de conselho fiscal de companhia aberta previsto no § 2º do artigo 161 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

- Instrução CVM nº 372, de 28 de junho de 2002, que dispõe sobre o adiamento de assembleia geral e a interrupção da fluência do prazo de sua convocação.

- Instrução CVM nº 552, de 9 de outubro de 2014, alterada pela Instrução CVM nº 567/15, que altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, e da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009.

- Instrução CVM nº 559, de 27 de março de 2015, que dispõe sobre a aprovação de programas de Depositary Receipts para negociação no exterior e estabelece que o emissor de ações que sirvam de lastro para programa de DR patrocinado deve convocar assembleia geral com o prazo mínimo de 30 dias de antecedência.

73 A Instrução CVM nº 480/09, em seu artigo 2º, cria duas categorias de emissores de valores mobiliários: (i) categoria A, que autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários; e (ii) categoria B, que autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto os seguintes valores mobiliários: (a) ações e certificados de depósito de ações; ou (b) valores mobiliários que confiram ao titular direitos de adquirir valores mobiliários mencionados no item (a), em consequência de sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor dos valores mobiliários referidos no inciso I ou por uma sociedade pertencente ao grupo do referido emissor.

- Instrução CVM nº 567, de 17 de setembro de 2015, que dispõe sobre a negociação por companhias abertas de ações de sua própria emissão e derivativos nelas referenciados e estabelece a competência da assembleia geral para deliberar sobre a negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão nos casos que especifica.

No que diz respeito a assembleias gerais, a CVM não tem poderes para invalidar ou anular deliberação assemblear, o que somente pode ser feito por meio de decisão judicial. Contudo, como visto anteriormente, atendendo a pedido de qualquer acionista e ouvida a companhia, a CVM poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, aumentar o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia geral de companhia aberta, quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas, e interromper o curso do prazo de antecedência da convocação da assembleia geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia.^{74 75} É importante ressaltar que a CVM não pode agir por iniciativa própria para determinar o aumento ou interrupção do prazo, mas apenas a pedido de algum acionista.

A CVM pode ainda autorizar a redução do quórum de deliberação previsto no artigo 136 da Lei das S.A., no caso de companhias abertas com ações dispersas no mercado e cujas três últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Nesse sentido, em decisão do Colegiado da CVM mencionada anteriormente, a relatora Ana Novaes ressaltou que

*“para a redução do quórum da assembleia especial do artigo 136 da Lei 6.404/1976, três condições devem estar presentes: (i) dispersão das ações no mercado; (ii) realização das últimas três assembleias com acionistas representando menos da metade das ações aptas a votar; e (iii) que a redução de quórum pretendida somente seja adotada em terceira convocação.”*⁷⁶

Destaca-se que o Colegiado da CVM tem incentivado uma atuação preventiva pelas suas áreas técnicas e, nesse sentido, vale ressaltar um trecho do voto vencedor proferido no Processo CVM RJ-2009-5811:

“Por fim, gostaria de deixar registrado meu apoio à iniciativa da SEP de manifestar seu entendimento acerca deste caso antes da assembleia geral. A mim sempre pareceu mais adequado deixar as regras claras ao mercado ex ante do que punir ex post agentes que, por interpretação equivocada

74 A Instrução CVM nº 372, de 28 de junho de 2002, regula o procedimento a ser adotado nas hipóteses de adiamento de assembleia geral de acionistas de companhia aberta e de interrupção da fluência do prazo de sua convocação, de que tratam os incisos I e II do § 5º do art. 124 da Lei nº 6.404/76.

75 Nesse sentido, vide decisões do Colegiado CVM nos Processos CVM RJ2014/4196, RJ2014/4197, RJ2014/4198, RJ2014/4199, RJ2014/4298, RJ2014/4908, RJ2014/4909, RJ2014/4910, RJ2015/4307 e RJ2015/4341.

76 Processo CVM RJ2013/11983 - Pedido de autorização para redução do quórum de deliberação

da lei e sem má-fé, tenham infringido as regras do mercado de capitais”.

A SEP - Superintendência de Relações com Empresas da CVM edita anualmente um Ofício-Circular com orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, incluindo procedimentos relacionados à realização de assembleias gerais.

14.9. Observações finais

A assembleia geral é um meio importante para a participação dos acionistas nas deliberações que afetam as atividades das companhias. Nela podem ser decididas questões que impactam diretamente os rumos da companhia e o valor de suas ações.

O acionista que não comparece às assembleias gerais perde, portanto, a oportunidade de manifestar-se e posicionar-se quanto às matérias que são de seu interesse e da sociedade.

No Brasil, onde predomina o controle concentrado, a cultura ainda é de baixa participação de acionistas minoritários em assembleias gerais, exceto em alguns casos específicos de grandes disputas societárias, em que a participação dos minoritários se mostrou efetiva e muitas vezes decisiva, influenciando de forma definitiva os rumos de algumas companhias.

O não comparecimento do acionista minoritário aos conclaves se deve a fatores diversos, tais como o fato de considerarem sua participação acionária muito pequena para que seu voto tenha relevância ou em razão do custo e do tempo despendidos para deslocamento até o local onde assembleia será realizada, que muitas vezes é em cidade diversa daquela em que o acionista reside.

O absenteísmo do acionista minoritário se torna mais impactante nas companhias cujo controle acionário é pulverizado, havendo situações em que sequer a assembleia pode ser instalada por falta de quórum, ou, ainda, a assembleia é instalada, porém controlada por uma minoria que nem sempre tem interesses alinhados ao da companhia.

Entretanto, com as alterações atuais na regulação da CVM que incentivam e/ou facilitam a participação de acionistas minoritários, como por exemplo, a regulamentação sobre pedido público de procuração e voto a distância, essa postura do acionista minoritário tende a mudar.

Além disso, as novas regras da CVM também obrigam as companhias a uma maior transparência, devendo municiar os acionistas com informações suficientes, completas, claras, verdadeiras e tempestivas com relação às matérias que serão deliberadas em suas assembleias, permitindo que estes possam efetuar suas tomadas de decisões em assembleia de maneira fundamentada e prezando pelo melhor interesse da companhia.

A partir de agora, deve-se esperar mais participação de acionistas e, portanto, é imprescindível que companhias, controladores e minoritários estejam preparados para esses novos desafios: a companhia, que deve preparar adequadamente suas assembleias, de forma a viabilizar a participação de um número provavelmente crescente de acionistas, observando rigorosamente a regulamentação aplicável; os controladores, porque até então estavam habituados a não ter muitas interferências de minoritários em suas decisões e eventuais conflitos poderão surgir; e os minoritários, que deverão aprender a exercer seu direito de voto, até então adormecido. E sobre esses novos desafios deve prevalecer o interesse da Companhia.

15 REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA

PEDRO CHUEIRI

SÓCIO DO ULHÔA CANTO, REZENDE E GUERRA ADVOGADOS. GRADUADO PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO – USP EM 2003, CURSOU PÓS-GRADUAÇÃO NA ESPECIALIZAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO PARA GRADUADOS – CEAG DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV, COM ÊNFASE EM FINANÇAS, EM 2008 E OBTVEU O TÍTULO DE MESTRE (LL.M.) NA LONDON SCHOOL OF ECONOMICS (LSE) EM 2010 E 2011. É ESPECIALISTA EM FUSÕES E AQUISIÇÕES, FUNDOS DE INVESTIMENTO E VENTURE CAPITAL. DURANTE OS ANOS DE 2011 E 2012, FOI ASSOCIADO ESTRANGEIRO NO CRAVATH, SWAINE & MOORE LLP, EM NOVA YORK, NOS ESTADOS UNIDOS

O objetivo deste capítulo é descrever os principais aspectos relativos a operações de reestruturação societária – também chamada de “reorganização societária” – as quais consistem, basicamente, na fusão, cisão, incorporação (e incorporação de ações) ou transformação de sociedades, ou em um conjunto complexo de atos societários, dentre os quais esteja presente ao menos uma dentre tais operações. Este capítulo está dividido em seis seções: a primeira tratará do conceito de reestruturação societária; a segunda descreverá o tratamento geral e os aspectos comuns aplicáveis às referidas operações; a terceira discorrerá sobre transformação; a quarta, sobre incorporação e incorporação de ações; por fim, a quinta e a sexta abordarão, respectivamente, a fusão e a cisão.

15.1. Conceito de reestruturação societária

As “reestruturações societárias” ocorrem, normalmente, no contexto de revisão ou alteração das estruturas internas da sociedade ou do grupo societário (por exemplo, simplificações da cadeia de controle, segmentação de atividades, busca por sinergias operacionais, criação de governança distinta para os acionistas), ou, então, no contexto de operações mais complexas, em que a reestruturação aparece como uma das etapas de preparação para um negócio jurídico posterior (como, por exemplo, na hipótese de alienação das ações da sociedade após a segregação de parte de seus ativos e passivos para outra entidade, para a qual sejam vertidos ativos e passivos não incluídos no negócio de venda).

A análise individual de cada um dos seus termos ajuda a entender o conceito de “reestruturações societárias”.

O termo “societárias” refere-se a *sociedades*, pessoas jurídicas criadas mediante celebração de contrato entre pessoas (físicas ou jurídicas) que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício da atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados (artigo 981 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro 2002 – “Código Civil”). Embora a lei preveja outros tipos societários, as atividades empresariais são atualmente conduzidas, em sua imensa maioria, por meio de sociedades anônimas (regidas pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 – “Lei das S.A.”) e sociedades limitadas (regidas pelo Código Civil).

As características fundamentais desses dois tipos societários são, dentre outras, (i) a separação do patrimônio social (a sociedade é titular de direitos e obrigações juridicamente segregados e independentes dos direitos e obrigações dos seus sócios); (ii) a limitação da responsabilidade dos sócios (a obrigação dos sócios de responder por eventuais passivos das sociedades está limitada ao valor que se obrigaram a aportar na sociedade, por meio da subscrição de quotas ou ações)¹; (iii) a delegação dos poderes de administração da sociedade (sócios não precisam, necessariamente, conduzir os

¹ Salvo situações excepcionais e específicas em que haja abuso de direito (incluindo confusão patrimonial), desvio de finalidade ou simulação, caso em que a personalidade jurídica da sociedade pode ser desconsiderada, passando o sócio a responder pelas obrigações assumidas por ela perante terceiros (Artigo 50 do Código Civil).

negócios sociais, podendo delegar tais poderes a terceiros); e (iv) a possibilidade de negociar e transferir ações (sociedades anônimas) ou quotas (sociedades limitadas), as quais representam a fração-ideal de titularidade dos sócios no patrimônio da sociedade². Esses quatro aspectos resultam da evolução do direito societário nos últimos séculos, estando presentes – de forma substancialmente uniforme – em grande parte das legislações societárias atualmente em vigor no mundo. Essas características decorrem da necessidade peculiar do direito societário de se moldar às exigências econômicas e do mercado, oferecendo um suporte legal para o desenvolvimento e expansão das interações econômicas.

Também em resposta às demandas do ambiente econômico, foram inicialmente criadas as regras aplicáveis à consolidação de negócios (que visaram à formação de monopólios ou grandes conglomerados econômicos, no exterior³ e no Brasil⁴ e a separação de segmentos de negócios distintos.

Nesse contexto é que surgiram as “reestruturações”, entendidas como a alteração da *estrutura* das sociedades, isto é, de seu patrimônio (ativos e passivos, direitos e obrigações) e/ou das relações dos sócios com a sociedade e entre si, mediante a modificação de regras societárias internas (no caso de transformação), consolidação, união ou separação do patrimônio das sociedades (incorporação, fusão e cisão, respectivamente). Conjugadas com as quatro características fundamentais das sociedades, as regras relativas às reestruturações societárias exercem papel fundamental na definição do regimento necessário para que as transações comerciais possam prosperar e se multiplicar.

As *reestruturações societárias*, com efeito, fazem parte do dia a dia de todas as sociedades, constituindo método extremamente eficiente de implementar, dentre outras, decisões negociais de cunho econômico ou administrativo, transações com terceiros visando à consolidação, segmentação ou combinação de negócios, e simplificação de estrutura que gere ganho de escala, readequação de custos, determinação mais eficiente de custos de capital ou redirecionamento de atividades. Desde que observadas as regras e requisitos aplicáveis a cada uma das operações, particularmente quanto à proteção de minoritários e credores (os quais serão descritos em maiores detalhes abaixo), as reestruturações societárias devem ser vistas como benéficas para o mercado, permitindo que o direito confira dinamismo e flexibilidade às operações econômicas.

2 The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach, 2. ed., New York: Oxford University Press, 2009, p. 5.

3 Em curto histórico, as incorporações (mergers) foram marcadamente concebidas nos Estados Unidos da América, no final do século XIX, como resultado do desejo de formação de monopólios em setores estratégicos ou de grandes conglomerados econômicos (dentre outros, LIPTON, Martin. *Merger Waves in the 19th, 20th and 21st centuries*).

4 Dentre outros, criação de conglomerados no Brasil (primeiro, no Estado Novo e, depois, durante a ditadura militar).

15.2. Aspectos gerais

15.2.1. Regência legal

As reorganizações societárias podem ser realizadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes. Ante essa pluralidade, podem surgir dúvidas sobre quais seriam as regras aplicáveis, principalmente tratando-se de reestruturações envolvendo, simultaneamente, sociedades reguladas pelo Código Civil (em especial, sociedades limitadas) e sociedades anônimas.

Anteriormente ao novo Código Civil, a matéria era regulada somente pela Lei das S.A. Atualmente, os artigos 1.113 a 1.122 do Código Civil também tratam da matéria, embora de maneira muito mais sucinta do que a Lei das S.A.

Para definir a legislação a ser empregada em cada circunstância, Lucena⁵ esclarece que, em operações envolvendo (i) apenas sociedades anônimas, prevalece a aplicação da Lei das S.A., tendo em vista a aplicabilidade do critério da especialidade, em cujas omissões deverá incidir o Código Civil; (ii) somente sociedades regidas pelo Código Civil (dentre elas, as sociedades limitadas), as regras deste deverão ser aplicadas, observando-se a incidência subsidiária da Lei das S.A.; e (iii) ao menos uma sociedade anônima e uma sociedade disciplinada pelo Código Civil, deve-se procurar uma maneira de conciliar as disposições do Código Civil e da Lei das S.A., buscando concluir se o Código Civil derogou algum dispositivo da Lei das S.A. quando entrou em vigor em 2002.

Em relação à última hipótese descrita acima, Tavares Borba afirma que a Lei das S.A., em decorrência da abrangência de suas disposições, seria aplicável a todos os negócios jurídicos comuns e que produzam efeito em relação às sociedades envolvidas, uma vez que as normas do Código Civil sobre a matéria representam um simples extrato resumido da própria Lei das S.A.⁶

15.2.2. Aspectos gerais aplicáveis à incorporação, à fusão e à cisão

Primeiramente, cabe mencionar que a transformação é, de certa forma, um caso à parte entre os tipos de reestruturação societária, tratada, na maior parte, nos artigos 220 a 222 da Lei das S.A. Portanto, as regras a ela aplicáveis serão discutidas nos demais itens desta seção.

No que diz respeito às operações de incorporação, fusão e cisão, os artigos 223 a 225 da Lei das S.A. são aplicáveis a todas as operações de forma indistinta.

5 LUCENA, José Waldecy. *das Sociedades Anônimas* – Comentários à Lei (arts. 189 a 300). Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 498. v. 3.

6 BORBA, José Edwaldo Tavares. *direito Societário*. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 503.

Nesse sentido, a lei estabelece que essas operações podem ser realizadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes, observado que, caso ocorra a criação de nova sociedade (como é o caso, por exemplo, de cisão total ou fusão), as normas gerais de constituição serão aplicáveis à sociedade que está sendo constituída. Além disso, os sócios das sociedades incorporadas, fundidas ou cindidas devem, invariavelmente, receber ações ou quotas diretamente da sociedade que recebe (ou absorve) o acervo da antiga sociedade que pode, ou não, ser extinta.

Caso uma companhia aberta (sociedade anônima registrada como tal perante a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, com valores mobiliários negociados na bolsa de valores ou em mercado de balcão) seja envolvida em reestruturação societária, as sociedades que a sucederem também deverão ter seu capital aberto, no prazo máximo de 120 dias contados da data do ato societário que aprovou a operação. O descumprimento dessa obrigação dará ao acionista da companhia sucedida o direito de retirada (isto é, o direito de alienar suas ações para a própria companhia, pelo valor patrimonial ou, caso previsto no estatuto social, pelo valor econômico das ações), nos termos do artigo 223, §§3º e 4º da Lei das S.A. Tavares Borba defende, ainda, que, alternativamente ao direito de retirada, seja assegurado ao sócio lesado o direito de exigir a abertura de capital da companhia sucessora.⁷

As principais condições de qualquer reestruturação societária devem estar previstas em um *protocolo*, a ser firmado entre os administradores ou sócios das sociedades envolvidas na reestruturação, que deve conter os principais elementos da operação, além de uma justificação.

Nos termos do artigo 224 da Lei das S.A., os principais elementos que devem estar previstos no protocolo são os seguintes: (i) o número, espécie e classe das ações ou quotas que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição; (ii) os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio transferido; (iii) os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a data a que será referida a avaliação, e o tratamento das variações patrimoniais posteriores; (iv) a solução a ser adotada quanto às ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra; (v) o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades que forem parte na operação; (vi) o projeto ou projetos de estatuto, ou de alterações estatutárias, que deverão ser aprovados para efetivar a operação; e (vii) todas as demais condições a que estiver sujeita a operação⁸.

7 BORBA, José Edwaldo Tavares. *direito Societário*. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 504-505. Ver, também, itens específicos sobre direito de retirada detalhados neste capítulo.

8 Na hipótese de a operação envolver somente sociedades limitadas, as partes podem, em tese, optar por não elaborar o protocolo, tendo em vista que o Código Civil não exige a celebração deste documento. No entanto, na prática, o comum é a celebração do protocolo e justificção, inclusive para fins de registro na junta comercial competente, a qual exige o protocolo e a apresentação desses documentos, conforme prevê a Instrução Normativa DREI nº 35, de 2 de março de 2017.

Em relação à justificação, o artigo 225 da Lei das S.A. prevê que esta deverá conter, pelo menos, (i) os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização; (ii) as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se aplicável; (iii) a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações ou quotas do capital das sociedades, que deverão emitir ações ou quotas em substituição às que se deverão extinguir; e (iv) o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes.

Conforme explica Nelson Eizirik⁹, o objetivo do protocolo e da justificação é informar aos acionistas sobre as condições da operação, bem como sua repercussão e eventuais desdobramentos. É, também, por meio do protocolo, que o acionista é informado sobre o valor de reembolso (ou recesso) caso exerça seu direito de retirada.

Companhias abertas estão, ainda, sujeitas a regras adicionais. Em primeiro lugar, se alguma das sociedades envolvida na reestruturação for emissora de debêntures em circulação, eventual operação de incorporação estará sujeita à prévia aprovação dos debenturistas, reunidos em assembleia especial, exceto se lhes for assegurado o resgate de suas debêntures no prazo de 6 meses contados da data de publicação dos atos societários da incorporação, nos termos do artigo 231 da Lei das S.A. Em segundo lugar, as exigências da Instrução CVM nº 565/15 devem ser observadas, a saber: (i) a divulgação de diversas informações sobre a negociação da operação e as razões para a definição da relação de troca, caso já tenha sido estabelecida, inclusive por meio de fato relevante; (ii) utilização de demonstrações financeiras com data-base não anterior a 180 dias da data da assembleia à qual será submetida a operação; (iii) auditoria independente das demonstrações financeiras utilizadas, inclusive das sociedades que não sejam companhias abertas; (iv) definição de critérios específicos para o laudo de avaliação; e (v) restrição do critério de liquidez (para fins de direito de retirada) à composição do Índice Bovespa – Ibovespa B3¹⁰.

15.2.3. Direito dos credores

No âmbito das operações de reestruturação societária, os credores podem receber tratamento diverso, conforme a operação aplicável.

Transformação

Tanto a Lei das S.A. quanto o Código Civil preveem mecanismos de proteção aos credores para as hipóteses de transformação societária, dispondo que a transformação não prejudicará, em qualquer caso, os direitos dos credores. O artigo 222 da Lei das S.A. determina, ainda, que os direitos dos credores terão as mesmas garantias que o

9 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 233. v. III

10 Algumas dessas exigências podem ser dispensadas pela CVM, nos termos da Deliberação CVM nº 559, de 18 de novembro de 2008, desde que presentes determinados requisitos e condições.

tipo societário anterior oferecia, até a liquidação total das obrigações.¹¹

A função das regras mencionadas acima é a proteção dos credores contra eventuais alterações nas garantias que estes possuíam no momento da constituição da relação creditícia. Dessa forma, visa-se impedir que os credores anteriores à transformação sejam prejudicados pelo regime de responsabilidade dos sócios no novo tipo societário.¹²

A doutrina diverge, no entanto, a respeito da extensão da proteção conferida pela lei, havendo quem defenda a impossibilidade de os credores contestarem o ato de transformação¹³ e quem afirme que o direito ao crédito confere legitimidade ao credor para contestar e anular os atos de transformação, quando houver evidência de que foi levada a efeito para prejudicar credores.¹⁴

Tendo em vista que nas sociedades limitadas, assim como nas sociedades anônimas, os sócios não respondem pelas dívidas sociais¹⁵ e esses são os tipos societários mais utilizados em reestruturações societárias – justamente por essa característica –, a disposição do artigo 222 da Lei das S.A. passa a ter pouca relevância prática.

Incorporação e Fusão

Na incorporação e na fusão, a sociedade sucessora (incorporadora ou aquela criada em decorrência da fusão) assume todos os direitos e obrigações, contratuais ou não, das sociedades incorporadas ou fundidas.

Como forma de proteger os direitos dos credores, o artigo 232 da Lei das S.A. determina que o credor poderá pleitear judicialmente a anulação da operação, no prazo decadencial de 60 dias após a publicação dos atos relativos à incorporação ou fusão.

A consignação em pagamento de eventual importância pleiteada pelos credores ou a garantia da execução, em caso de dívida ilíquida, suspenderão o processo de anulação. Ocorrendo, nesse prazo, falência da sociedade, os credores anteriores poderão pedir a separação dos patrimônios das sociedades fundidas. O artigo 1.122 do Código Civil prevê regra essencialmente idêntica, mas com prazo para oposição de credores de 90 dias após a publicação dos atos relativos à incorporação ou fusão.

11 Lei das S.A., Art. 222: “A transformação não prejudicará, em caso algum, os direitos dos credores, que continuarão, até o pagamento integral dos seus créditos, com as mesmas garantias que o tipo anterior de sociedade lhes oferecia”.

Código Civil, Art. 1.115: “A transformação não modificará nem prejudicará, em qualquer caso, os direitos dos credores”.

12 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 206-207. V. III.

13 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 206.V. 3.

14 CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 2014, p. 258. v.

4.Tomo I.

15 Exceto até o limite do capital subscrito ou na hipótese de abuso de forma ou confusão patrimonial, em que pode ser pleiteada a desconsideração da personalidade jurídica – ver item 1, acima, e a descrição das características fundamentais das sociedades.

Cisão

Conforme a interpretação do artigo 229, §1º, da Lei das S.A., na cisão parcial, a sociedade sucessora, seja ela pré-existente ou não, sucederá a cindida em todos os direitos e obrigações relacionados à parcela vertida, devendo as obrigações e direitos que não forem vertidos permanecer sob a responsabilidade da sociedade cindida.

Nos casos de cisão parcial, o artigo 233 da Lei das S.A. determina que a responsabilidade entre a sociedade cindida e sociedades que receberem o patrimônio cindido será, em regra, solidária. No entanto, é admissível que tal solidariedade seja afastada no ato de cisão (isto é, o protocolo), o qual poderá determinar que as sociedades sucessoras sejam responsáveis apenas pelas obrigações que lhe forem transferidas, sem solidariedade entre si. Desta estipulação, porém, caberá oposição de credores, desde que notificada a sociedade no prazo de 90 dias, a contar da data de publicação dos atos da cisão. O mesmo prazo de oposição é previsto no artigo 1.122 do Código Civil.

Quando a cisão for total e acarretar a extinção da sociedade cindida, porém, as sociedades sucessoras serão solidariamente responsáveis por direitos e obrigações não relacionados no protocolo, na proporção dos patrimônios líquidos para elas transferidos. Na opinião de Lucena¹⁶, a responsabilidade na cisão total é solidária, estejam ou não relacionadas as obrigações no protocolo. Segundo ele, a relação constante do protocolo, bem como as proporções de responsabilidade, teria efeito apenas entre as sociedades sucessoras, sem que possam ser opostas a terceiros.¹⁷

Por fim, é importante mencionar a regra de responsabilidade em caso de evicção: para Modesto Carvalhosa, a responsabilidade caberá aos antigos administradores da sociedade cindida, caso a cisão tenha sido total, ou aos atuais e antigos administradores da sociedade cindida caso a cisão tenha sido parcial. As medidas de reparação deverão ser movidas pelas sociedades sucessoras.¹⁸

15.2.4. Averbação

Após a aprovação das operações de reestruturação, é necessário promover o arquivamento e publicação dos atos societários relevantes perante o registro do comércio, para que produzam efeitos perante terceiros. Segundo o artigo 36 da Lei nº 8.934/94 (Lei de Registro Público de Empresas Mercantis), caso os documentos sejam apresentados para arquivamento dentro de 30 dias após sua assinatura, os efeitos do

16 No mesmo sentido, LUCENA, José Waldecy. *das Sociedades Anônimas* (arts. 189 a 300). Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 551. v. 3.

17 No mesmo sentido, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 339. v. 4. Tomo I.

18 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 341. v. 4. Tomo I.

registro retroagem à data do ato¹⁹. Por outro lado, caso tal prazo não seja observado, os efeitos surgirão apenas a partir da data do efetivo registro pelo órgão competente. Além do arquivamento dos atos, a sociedade incorporadora também deverá providenciar sua publicação (art. 227, §3º, da Lei das S.A.).

O artigo 234 da Lei das S.A. prevê, ainda, que a certidão emitida pelo registro do comércio da operação de reorganização societária é documento hábil para transferência, perante os registros públicos competentes, dos bens, direitos e obrigações obtidos na reestruturação.

15.2.5. Reorganização societária envolvendo sociedade em estado de liquidação

Existe uma discussão a respeito da possibilidade de se realizarem operações de reorganização societária que envolvam sociedades em estado de liquidação. O entendimento da doutrina é favorável à realização da operação, seja ela fusão, cisão ou incorporação. Modesto Carvalhosa²⁰, por exemplo, entende ser possível o negócio, desde que ele ocorra enquanto todo o patrimônio social ainda estiver sob a guarda e gestão do liquidante, observadas as disposições do artigo 211 da Lei das S.A.²¹

15.3. Transformação

15.3.1. Previsão legal e definição

Nos termos do artigo 220 da Lei das S.A., a transformação é operação por meio da qual uma sociedade passa de um tipo societário para outro, sem que ocorra a sua dissolução e liquidação. No mesmo sentido é a previsão do artigo 1.113 do Código Civil.

Dessa forma, quando ocorrida a transformação de uma sociedade, é preservada a sua personalidade jurídica e a sua atividade empresarial, sendo alterada tão somente a sua forma jurídica, sem que haja solução de continuidade. Considerando a continuidade da sociedade originária, não há que se falar de sucessão societária, não sendo modificadas as obrigações perante terceiros da sociedade transformada.²²

A transformação de uma sociedade é normalmente realizada quando seus sócios

19 Embora a Lei de Registro de Empresas Mercantis estabeleça o prazo de até 30 (trinta) dias, o Art. 1.075, §3º, do Código Civil estabelece que o prazo para registro de atas de reunião de sócios e assembleias na junta comercial competente deverá ocorrer nos 20 (vinte) dias subsequentes à respectiva reunião. Na prática, é comum o atendimento ao prazo superior de 30 (trinta) dias, o qual, também, é o exigido pelas juntas comerciais, conforme prevê a Instrução Normativa DREI nº 38, de 02 de março de 2017.

20 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 344.

21 No mesmo sentido, LUCENA, José Waldecy. *das Sociedades Anônimas* (arts. 189 a 300). Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 556. v. 3.

22 Neste sentido, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 2014, p. 233 e 234 v. 4, Tomo I; e LUCENA, José Waldecy. *das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei*, São Paulo: Renovar, 2012, p. 397. v. 3.

observam que o regime jurídico de outro tipo societário se adequaria melhor aos objetivos sociais do que aquele até então adotado. A transformação cumpre uma função facilitadora das atividades sociais, sendo uma decisão primordialmente negocial, que não produz efeitos relevantes externos, mas sim internos à sociedade. Nesse sentido, a transformação de uma sociedade limitada em sociedade anônima, ou vice-versa, representa uma alteração no regime de responsabilidade do sócio em relação à integralização do capital social da sociedade. Nas sociedades anônimas, de acordo com o artigo 1º da Lei das S.A., os acionistas respondem pelo preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. Por outro lado, nas sociedades limitadas, os sócios respondem solidariamente por eventual valor faltante para integralização do capital social, nos termos do art. 1.055, §1º, do Código Civil.

15.3.2. Aprovação da operação

De acordo com o disposto no artigo 221 da Lei das S.A. e no artigo 1.114 do Código Civil, a transformação de uma sociedade anônima e de uma sociedade limitada, respectivamente, dependerá da aprovação da unanimidade dos sócios, salvo se previsto de forma diversa no estatuto ou no contrato social, hipótese em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.

Tendo em vista a autorização legal para previsão de quórum inferior à unanimidade, um grande número de sociedades prevê em seus atos constitutivos cláusula que permite a transformação da sociedade em outro tipo por votos representativos de menos do que a unanimidade dos sócios. Caso a autorização não esteja prevista desde a constituição da sociedade, a aprovação da alteração do contrato social ou do estatuto social para permitir a transformação, por quórum inferior à unanimidade, seguida, em curto espaço de tempo, da transformação da sociedade pode configurar fraude à lei.

15.3.3. Direito de retirada

Conforme mencionado anteriormente, quando há cláusula que permite a aprovação por menos do que a unanimidade dos sócios, os sócios dissidentes da deliberação que aprovar a transformação da sociedade terão o direito de retirar-se da sociedade.

O parágrafo único do artigo 221 da Lei das S.A. determina que os sócios poderão renunciar, no contrato social, ao direito de retirada no caso de transformação em uma companhia. Dessa forma, de acordo com a redação desse dispositivo, seria possível que os sócios renunciassessem a priori o seu direito de retirar-se da sociedade na hipótese de transformação.

No entanto, o artigo 109, V, da Lei das S.A. determina que nem o estatuto social, nem a assembleia geral, poderão privar o acionista do direito de retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta lei. Adicionalmente, o artigo 1.114 do Código Civil, que também

trata do quórum de aprovação da transformação e que é mais recente que a previsão da Lei das S.A., silenciou sobre a possibilidade de renúncia ao direito de retirada.

Em face de tais dispositivos legais, parte da doutrina entende que o parágrafo único do artigo 221 da Lei das S.A. seria aplicável tão somente às hipóteses de transformação de uma sociedade limitada em uma sociedade anônima, mas não para o contrário.²³ Isso se dá por duas razões principais: (i) nos termos do artigo 109 das Lei das S.A., mencionado acima, o direito de retirada é considerado um direito essencial do acionista, que não pode ser renunciado; e (ii) o parágrafo único do artigo 221 da Lei das S.A. menciona “contrato social” e não “estatuto social”, o que levaria a crer que estaria se referindo somente às sociedades limitadas. Tavares Borba, por sua vez, afirma que a possibilidade de renúncia prevista no parágrafo único do artigo 221 foi revogada pelo artigo 1.114 do Código Civil.²⁴

15.4. Incorporação

15.4.1. Previsão legal e definição

Nos termos do artigo 227 da Lei das S.A., a incorporação se dá mediante a absorção de uma ou mais sociedades por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. Aplicam-se, ainda, à incorporação, os artigos 1.116 a 1.118 do Código Civil.

A incorporação se caracteriza como uma operação de concentração societária²⁵, cujos principais efeitos são: (i) transmissão do patrimônio da sociedade incorporada para a incorporadora, com sucessão da incorporadora em todos os direitos e obrigações da incorporada; (ii) migração dos sócios da sociedade incorporada para a sociedade incorporadora; e (iii) extinção da sociedade incorporada.²⁶

Como resultado da absorção do patrimônio líquido da incorporada pela incorporadora, exceto no caso de controladas e controladoras, a incorporação ocasiona o aumento de capital desta, mediante a emissão de novas ações, as quais são atribuídas aos sócios da incorporada. Aprovado o aumento de capital, a sociedade incorporada é extinta, sem necessidade de qualquer outro ato ou declaração²⁷, e a sociedade incorporadora lhe sucede em todos seus direitos e obrigações²⁸.

23 Neste sentido, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 2014, p. 248 v. 4, Tomo I; LUCENA, José Waldecy. *das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei*, São Paulo: Renovar, 2012, p. 416 e 417. v. 3; e EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 205. v. 3.

24 BORBA, José Edwaldo Tavares. *direito Societário*. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 497.

25 BORBA, José Edwaldo Tavares. *direito Societário*. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 502.

26 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 331.

27 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 342. v. 4. Tomo I.

28 Também é possível a incorporação de sociedade com patrimônio líquido negativo. Nesta hipótese, não há, a rigor, aumento do capital social, embora haja casos em que tenha havido lançamento a débito na conta de prejuízos acumulados como contrapartida à criação de uma conta de capital. Como fundamento para essa operação, a doutrina (dentre outros, Waldirio Bulgarelli, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira) entende que o fim próprio da incorporação não é o aumento do capital social e, por isso, pode ser dispensado. Para evitar, portanto, a redução do capital

15.4.2. Aprovação da operação

Segundo o artigo 227, §2º, da Lei das S.A., os sócios da sociedade a ser incorporada deverão aprovar o protocolo e justificação ou, caso a operação não envolva sociedade anônima, as bases da operação e do projeto de reforma do ato constitutivo, e autorizar os administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora.

De acordo com o artigo 227, §§ 1º e 3º, da Lei das S.A., os sócios da incorporadora, reunidos em assembleia geral ou reunião de sócios, se aprovarem o protocolo de incorporação, deverão nomear os peritos que avaliarão o patrimônio líquido a ser incorporado e autorizar o aumento de capital decorrente da incorporação. Após a elaboração do laudo de avaliação do patrimônio líquido da sociedade a ser incorporada, os sócios da sociedade incorporadora deverão deliberar sobre o laudo de avaliação e a incorporação. A aprovação dessas matérias pelos sócios da incorporadora resulta na extinção da sociedade incorporada.

Na prática, é comum que todas as matérias relativas à incorporação – e também à fusão e à cisão – sejam decididas em uma única assembleia ou reunião de cada uma das sociedades envolvidas na operação, realizada após o recebimento do laudo de avaliação, em que os sócios deliberam sobre (i) aprovação do protocolo e justificação; (ii) ratificação da escolha dos peritos; (iii) aprovação do laudo; (iv) autorização para realização do aumento e da subscrição do capital social; e (v) aprovação da operação.

A aprovação das matérias tanto na incorporadora quanto na incorporada observam diferentes necessidades de quórum mínimo (sem prejuízo da obrigação de se cumprir as regras de convocação e instalação previstas nos artigos 125 e 129 da Lei das S.A.). Na incorporadora, o quórum exigido é dado pela regra geral, qual seja: maioria dos votos dos acionistas presentes, tanto na sociedade limitada quanto na anônima, conforme, respectivamente, artigos 1.076, III, do Código Civil e 129 da Lei das S.A., exceto se previsto um quórum maior no contrato ou estatuto social. Por outro lado, em relação à sociedade incorporada, a aprovação da incorporação exige maioria qualificada de, ao menos, metade das ações votantes de sociedade anônima e 75% do capital social para limitada, conforme previsto nos artigos 136 da Lei das S.A. e 1.076, I, do Código Civil.

15.4.3. Direito de retirada

Os acionistas dissidentes da aprovação da incorporação de sua companhia em outra têm o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do artigo 137, II, da Lei das S.A. Contudo, caso se trate de companhia aberta, o direito de retirada não será aplicável caso as ações de titularidade do dissidente

social, é possível que a incorporadora reduza o patrimônio líquido negativo contra lucros acumulados ou reservas que tenha em seu balanço.

possuam liquidez, por integrar índice de ações definido pela CVM (atualmente, Ibovespa, nos termos da Instrução CVM nº 565/15) ou caso o acionista controlador e suas partes relacionadas sejam titulares de menos de 50% (cinquenta por cento) das ações.

15.4.4. Relação de troca

Dentre os requisitos que devem constar do protocolo de incorporação, um dos mais relevantes é a relação de troca, que define o número, espécie e classe de ações da sociedade incorporadora a serem atribuídas aos sócios da sociedade incorporada, em substituição de suas ações e/ou quotas canceladas, como resultado da absorção de seu patrimônio líquido.

Não há qualquer exigência legal quanto à definição dessa relação, cabendo aos administradores e controladores das sociedades envolvidas negociarem seu valor. Tal negociação deve ser feita de forma independente, devendo os administradores de ambas as companhias observar seus deveres e responsabilidades fixados pela legislação, entre eles, o dever de diligência e o de lealdade, que refletem a obrigação de agir no melhor interesse da companhia. Como exemplo paradigmático, pode-se citar o entendimento da CVM, proferido sob a forma do Parecer de Orientação CVM nº 34/06, segundo o qual o acionista controlador de companhia aberta não poderia votar na deliberação sobre a operação de incorporação ou incorporação de ações, caso a relação de troca fosse mais benéfica a si próprio quando comparada àquela concedida aos demais acionistas. Tal conduta poderia configurar abuso de direito de voto, uma vez que o acionista usaria o seu poder de voto em matéria que lhe beneficiaria de modo particular, nos termos do artigo 115, §1º, da Lei das S.A.

15.4.5. Incorporação de controlada

O artigo 264 da Lei das S.A. prevê normas específicas para a incorporação de companhias controladas por suas respectivas controladoras. Além dos requisitos gerais do protocolo e justificação necessários às demais incorporações, a justificação deve apresentar o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido, avaliados segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela CVM, no caso de companhias abertas.

A avaliação é essencial para a proteção dos minoritários das sociedades envolvidas, já que a decisão de incorporação decorre exclusivamente da vontade de um mesmo grupo de pessoas (os controladores da incorporadora conseguem aprovar a incorporação e a relação de troca no âmbito da controladora, na qualidade de sócios, e na controlada, via voto proferido pelos administradores – que eles elegeram – os quais representam a controladora na assembleia geral da controlada). Conforme apontado pela Exposição

de Motivos da Lei das S.A., não haveria duas maiorias acionárias distintas deliberando sobre a operação, cada qual defendendo os interesses de sua companhia.

Caso a avaliação das ações no âmbito do protocolo seja menos vantajosa que aquela apurada pelo laudo de avaliação previsto no artigo 264, os acionistas minoritários podem optar entre o exercício do direito de retirada ou o recebimento do valor de patrimônio líquido a preço de mercado, conforme apontado pelo laudo de avaliação. Dessa maneira, os minoritários têm a oportunidade de escolher a relação de troca de ações mais benéfica a si.²⁹

No que diz respeito às companhias abertas, a proteção aos minoritários é fortalecida ainda mais pela recomendação da CVM formulada no Parecer de Orientação CVM nº 35/08, o qual é aplicável às operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. O referido Parecer de Orientação prevê uma série de medidas a serem adotadas pelos administradores das companhias controladas para cumprir com seus deveres fiduciários na ocasião da negociação do protocolo da incorporação, com o fim de assegurar a determinação de uma relação de troca em bases equitativas.

Entre as medidas sugeridas pela CVM estão: (i) a divulgação imediata das negociações ao mercado; (ii) a garantia de independência entre assessores contratados e os acionistas controladores; (iii) a disponibilização de documentos que embasaram a decisão dos administradores; (iv) a criação de um comitê independente para a negociação; e (v) a aprovação da operação sujeita ao voto afirmativo da maioria dos acionistas não-controladores.

Existe, por fim, a possibilidade de incorporação da sociedade controladora por sua controlada, em operação usualmente denominada “incorporação reversa”, a qual também está sujeita às mesmas disposições aplicáveis à incorporação de controladores.

15.4.6. Incorporação de ações

A incorporação de ações, nos termos do artigo 252 da Lei das S.A., é a operação por meio da qual uma companhia incorpora a totalidade das ações de outra companhia brasileira ao seu patrimônio, para convertê-la em subsidiária integral – ou seja, não há a incorporação do ativo líquido da sociedade, mas de suas ações, continuando a sociedade a existir. Eizirik entende que, sob o aspecto econômico, essa operação é um instrumento de concentração empresarial, mediante o qual uma companhia passa a ser a única acionista de outra³⁰. Além disso, como resultado da incorporação, todos os acionistas da incorporada migram para a sociedade incorporadora.

29 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 2011. p. 323. v. 4. Tomo II.

30 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 395. v. 3.

Dessa maneira, diferentemente da incorporação de sociedade, a incorporação de ações não gera a extinção da sociedade cujas ações foram incorporadas, nem tampouco a sucessão de direitos e obrigações da subsidiária pela incorporadora. Nesse sentido, Bulhões Pedreira afirma tratar-se de um instrumento societário que gera descentralização administrativa, que pode manter separada a companhia que teve suas ações incorporadas como uma pessoa jurídica de patrimônios distintos do restante da incorporadora.³¹

O procedimento de negociação e aprovação da operação de incorporação de ações é similar ao de incorporação de sociedades, diferenciando-se pela realização do aumento de capital da incorporadora com as ações de emissão da incorporada, não existindo direito de preferência aos sócios. A aprovação pela incorporada exige o voto afirmativo de, pelo menos, metade das ações com direito de voto da companhia, garantido aos dissidentes o direito de retirada, conforme previsto no artigo 252, §2º, da Lei das S.A. Aprovado o laudo de avaliação pela incorporadora, efetiva-se a operação, e os sócios da incorporada recebem as ações que lhe couberem.

15.5. Fusão

15.5.1. Previsão legal e definição

Os artigos 228 da Lei das S.A. e 1.119 do Código Civil definem a fusão como a operação por meio da qual duas ou mais sociedades se unem para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

Com a fusão, o capital social da nova sociedade corresponderá à soma dos patrimônios líquidos das sociedades fundidas, sendo as suas quotas ou ações distribuídas entre os sócios das sociedades extintas, conforme previsto no protocolo da operação. Apenas os patrimônios das sociedades extintas passam à nova sociedade, não havendo necessidade de manutenção das suas antigas estruturas administrativas e demais regras de governança. Com a fusão, é constituída uma nova sociedade, que não mantém a estrutura (jurídica) das que lhe antecederam.³²

A fusão distingue-se da incorporação, essencialmente, pelo fato de que, na incorporação, a incorporada é extinta, sendo absorvida pela incorporadora, que sobrevive, enquanto na fusão todas as sociedades nela envolvidas se extinguem, sendo sucedidas por uma nova sociedade.

31 LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). *direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1993. v. 2.

32 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 321. V. 4, Tomo I.

15.5.2. Aprovação da operação

A fusão deverá ser aprovada em assembleia geral ou reunião de sócios de cada uma das sociedades, as quais deverão aprovar o protocolo de fusão e nomear os peritos para avaliação dos patrimônios líquidos das sociedades fundidas. Apresentados os laudos, estes deverão ser aprovados pelos sócios das sociedades fundidas, observado que os sócios estarão impedidos de aprovar a avaliação de sua própria sociedade. Constituída a nova sociedade em decorrência da fusão, os novos administradores deverão promover o arquivamento e publicação dos atos da fusão.

O artigo 136, IV, da Lei das S.A. determina que a fusão deverá ser aprovada por acionistas que representem, pelo menos, metade das ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto social das companhias fechadas. O quórum para aprovação previsto no Código Civil, conforme o artigo 1.076, I, é o de, no mínimo, três quartos do capital social da sociedade.

15.5.3. Direito de retirada

Tanto a Lei das S.A., no artigo 137, II, quanto o Código Civil, no artigo 1.077, preveem o direito de retirada para os sócios que dissintirem da deliberação que aprovar a fusão.

De forma similar à incorporação, caso se trate de companhia aberta, o direito de retirada não será aplicável caso as ações de titularidade do dissidente possuam liquidez, por integrar índice de ações definido pela CVM (atualmente, Ibovespa B3 E IBrX B3) ou caso o acionista controlador e suas partes relacionadas sejam titulares de menos de 50% (cinquenta por cento) das ações.

15.6. Cisão

15.6.1. Previsão legal e definição

O artigo 229 da Lei das S.A. define a cisão como a operação por meio da qual uma determinada sociedade transfere a totalidade ou parte de seu patrimônio para uma ou mais sociedades, preexistentes ou especialmente constituídas para este fim, extinguindo-se a companhia em caso de cisão total. O Código Civil não prevê especificamente nenhum tópico sobre cisão, motivo pelo qual aplica-se integralmente a Lei das S.A.

Os principais doutrinadores brasileiros subdividem a cisão em algumas modalidades, considerando a parcela do patrimônio transferido, o número de sociedades envolvidas e a preexistência, ou não, das sociedades sucessoras. Adotamos aqui a classificação comum utilizada por, por exemplo, Waldirio Bulgarelli³³, José Waldecy

33

BULGARELLI, Waldirio. *Fusões, incorporações e Cisões de Sociedades*, 2. ed. São Paulo: Atlas, 1996, p. 195 e ss.

Lucena³⁴ e Modesto Carvalhosa³⁵, sem prejuízo de outras existentes.

Quanto à parcela do patrimônio transferido, o direito brasileiro admite dois tipos de cisão: a cisão total e a cisão parcial. No caso da cisão total, a sociedade cindida desaparece completamente, sendo a totalidade de seu patrimônio transferido para duas ou mais sociedades sucessoras. A cisão parcial, por outro lado, ocorre nos casos em que há versão de apenas parte do patrimônio, mantendo-se existente a sociedade cindida, mas com seu capital social diminuído.

Quanto à multiplicidade de sociedades envolvidas, a cisão pode ser classificada como simples ou múltipla. Será múltipla a cisão que envolver diversas sociedades. Será simples a cisão em que houver transferência de patrimônio para apenas uma sociedade e, neste caso, necessariamente, estaríamos diante de uma cisão parcial, já que a cisão total com transferência do patrimônio para apenas uma sociedade configuraria uma situação de incorporação.

Quanto à sociedade sucessora, a cisão será própria, caso a transferência do patrimônio ocorra em favor de sociedade especialmente constituída para esse fim, ou imprópria caso a transferência do patrimônio seja em favor de sociedade preexistente. Este último caso seria uma cisão seguida de incorporação, que é, portanto, aquela em que uma ou mais parcelas do patrimônio da sociedade cindida são transferidas para sociedade ou sociedades existentes. Segundo José Luiz Bulhões Pereira, esse tipo de cisão é composto pelo ato de cisão parcial ou total da sociedade cindida e por uma incorporação da parcela ou parcelas cindidas em sociedade preexistente.³⁶ Nos termos do artigo 229, §3º, a cisão seguida de incorporação obedecerá, além das normas sobre a cisão, aquelas aplicáveis à incorporação.

Em relação às finalidades pelas quais uma cisão é realizada, Nelson Eizirik³⁷ menciona que a cisão é um instrumento jurídico que possibilita às empresas, sejam elas sociedades anônimas ou não, adequar a sua estrutura às exigências do desenvolvimento de negócios habituais. Além disso, segundo Tavares Borba³⁸, a cisão desempenha um importante papel dentre as técnicas de reorganização societária, sendo uma das formas de desconcentração societária. A cisão, muitas vezes, é, também, o meio pelo qual sócios resolvem suas disputas insolúveis, pois ela permite a divisão e a separação do patrimônio das sociedades.

34 LUCENA, José Waldecy. *das Sociedades Anônimas* (arts. 189 a 300). Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 535 e ss. v. 3.

35 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 326 e ss. v. 4, Tomo I.

36 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). *direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1808. v. 2.

37 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 256. v. III.

38 TAVARES BORBA, José Edwaldo. *Direito Societário*. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 502.

15.6.2. Aprovação da operação

Nos termos dos artigos 136, IX, e 229 da Lei das S.A., a metade, no mínimo, dos acionistas com direito a voto da sociedade cindida, devem aprovar a operação, com base no protocolo, e nomear os peritos que avaliarão a parcela do patrimônio a ser vertida para a nova sociedade ou para, sociedade preexistente. Caso a sociedade seja nova, a assembleia ou reunião da cindida servirá de ato de constituição da nova sociedade. Se a sociedade for preexistente, a cisão seguirá também as regras aplicáveis à incorporação.

No caso de cisão total – o que acarreta a extinção da sociedade cindida, os administradores da sociedade sucessora terão legitimidade para promover os atos de arquivamento e publicação dos atos da cisão. Caso a cisão seja parcial, subsistindo a sociedade, esse dever caberá, conjuntamente, ao administrador da sociedade cindida e, também, ao administrador da sociedade sucessora.

Na cisão, a atribuição das quotas ou ações aos sócios da sociedade cindida, em substituição às extintas, sem respeitar a proporção da participação dos sócios nas sociedades cindidas (a chamada “cisão desproporcional”), deverá ser aprovada pela unanimidade dos sócios, nos termos do artigo 229, §5º, da Lei das S.A.

Dessa forma, em resumo, em caso de aprovação de cisão total, os seguintes efeitos devem ocorrer: (i) a constituição de novas sociedades que absorverão parcelas da companhia cindida, caso o patrimônio tenha sido vertido para sociedades novas; (ii) aumento de capital das sociedades sucessoras, o qual deverá ser integralizado com a parcela do patrimônio líquido vertido da sociedade cindida³⁹; (iii) entrega de ações ou quotas da sociedade sucessora aos antigos acionistas ou quotistas da sociedade cindida; (iv) extinção da sociedade cindida; e (v) as sociedades que absorverem parcelas de patrimônio da cindida sucederão a esta em seus direitos e obrigações, observadas as regras de sucessão mencionadas em tópico específico. No caso da aprovação de cisão parcial, os efeitos serão praticamente idênticos, excetuado que, neste caso, não ocorrerá a extinção da sociedade cindida.

15.6.3. Direito de Retirada

A Lei nº 10.303/01, que alterou o inciso IV do artigo 136 da Lei das S.A., excluiu o direito de retirada dos acionistas dissidentes da deliberação de cisão, exceto nos casos em que houver mudança no objeto social, redução do dividendo obrigatório ou participação em grupo de sociedades. Pode-se dizer, portanto, que o direito de retirada decorre não da operação propriamente dita, mas dos efeitos por ela gerados.

³⁹ Sobre esse tópico, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira afirmam que o aumento de capital não é a essência da operação. Por este motivo, seria perfeitamente possível a efetivação da cisão sem aumento de capital, caso a parcela do patrimônio incorporada em sociedade existente seja nula ou negativa.

Alguns doutrinadores mencionam que, nos casos em que houver cisão parcial seguida de incorporação, haverá direito de retirada ao acionista dissidente na deliberação que aprovar a operação porque, nesses casos, as normas relativas à incorporação, que preveem direito de retirada, também são aplicáveis.⁴⁰ Esse posicionamento, no entanto, não é unânime e não prevalece na prática societária.

Segundo determinação legal, o direito de retirada poderá ser exercido por acionista dissidente de deliberação da assembleia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, ainda que o titular das ações tenha se absterido de votar, no prazo de 30 (trinta) dias contado da publicação da ata da assembleia geral.

40 Nesse sentido, LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1811. v. 2. e EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A. Comentada*, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 265. V. 3.

16

OBRIGAÇÕES INFORMACIONAIS DAS COMPANHIAS ABERTAS

FERNANDA BEZERRA

ADVOGADA ESPECIALIZADA EM DIREITO SOCIETÁRIO E REGULATÓRIO, COM PÓS-GRADUAÇÃO PELA CÂNDIDO MENDES E CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO PELA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. ATUALMENTE OCUPA A POSIÇÃO DE GERENTE SOCIETÁRIA E DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA SULAMÉRICA, ATUANDO EM PROJETOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, FUSÕES E AQUISIÇÕES, REORGANIZAÇÕES SOCIETÁRIAS E EM QUESTÕES DE NATUREZA EMPRESARIAL ENVOLVENDO COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO E FECHADO. POSSUI AMPLA EXPERIÊNCIA EM MERCADO DE CAPITAIS E NA ÁREA REGULATÓRIA, ESPECIALMENTE JUNTO À CVM, B3, SUSEP, ANS E BACEN. É MEMBRO DA COMISSÃO JURÍDICA DA ABRASCA E ATUANTE EM FÓRUNS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

FERNANDA PEREIRA CARNEIRO

ADVOGADA DE DIREITO SOCIETÁRIO ESPECIALISTA EM CONTENCIOSO ADMINISTRATIVO E CONSULTORIA. POSSUI LLM EM DIREITO CORPORATIVO PELO IBMEC (2010) E CURSO DE EXTENSÃO EM DIREITO SOCIETÁRIO E MERCADO DE CAPITAIS PELA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS - FGV (2005). GRADUADA EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO - UERJ (2004).

A política de disclosure, eixo fundamental em que assenta a regulação da CVM, objetiva assegurar aos investidores a disponibilidade de informações necessárias para que possam conscientemente orientar a aplicação de seus recursos. Para a obtenção desse objetivo, as informações prestadas pelas companhias devem ser claras, precisas e suficientes para a avaliação dos investidores. Além disso, a política de disclosure pressupõe que as informações sejam disponibilizadas de forma equitativa, coibindo-se, assim, tanto quanto possível, a assimetria de informações e a figura nociva do insider trading.” (Processo CVM nº RJ2005/1717, j. 21.06.2005)

16.1. Introdução

Um dos princípios mais importantes do mercado de valores mobiliários nacional é justamente o da transparência de informações. Por isso, a regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM – sempre privilegiou a prestação de informações pela companhia aberta, de modo que o investidor tenha acesso a todas as informações necessárias para que possa formular sua decisão de investimento.

As normas editadas pela CVM sempre visaram à viabilização, pelas companhias abertas, da política de *full disclosure*, preservando, sempre que possível, a simetria de informações divulgadas no mercado. Com esse objetivo, a CVM estruturou em suas normas a necessidade de divulgações periódicas pela companhia (tais como divulgação de demonstrações financeiras e do Formulário de Referência) e também de informações eventuais, cuja divulgação somente se torna obrigatória diante da ocorrência de determinados eventos.

O principal interlocutor entre a companhia e o mercado é o Diretor de Relações com Investidores – DRI. A própria CVM o estabeleceu como responsável pela prestação de todas as informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários¹, denotando a importância de suas funções. Naturalmente, para que o DRI possa cumprir fielmente suas funções, os demais administradores e acionistas controladores devem fornecer a ele todas as informações necessárias ao cumprimento das normas. E, quando se trata de um emissor estrangeiro, a figura do representante legal é equiparada ao DRI para os devidos fins².

O presente capítulo pretende abordar os principais aspectos das informações periódicas e eventuais que devem ser divulgadas pela companhia, bem como o principal ilícito que decorre da assimetria das informações, que é o *insider trading*.

1 Vide art. 45 da Instrução CVM nº 480.

2 Vide § 2º do art. 44 da Instrução CVM nº 480.

16.2. Divulgação obrigatória de informações pelas companhias abertas brasileiras

16.2.1. Informações Periódicas

Conceito e Objetivo

Como afirmado, a obrigatoriedade de prestar informações periódicas tem como origem o princípio do *full disclosure*, que rege o mercado de capitais. Segundo Lamy Filho³, o dever de divulgar é a “*obrigação, o dever formal de divulgar fatos de interesse do mercado, bem mais amplo que a satisfação do direito de informação do acionista.*”.

O regime de divulgação obrigatória de informações aplicável às companhias abertas exerce várias funções junto ao mercado de valores mobiliários, sendo as principais: a) utilização para a tomada de decisão do investidor; b) mecanismo de monitoramento dos órgãos reguladores e autorreguladores; e c) auxílio na intervenção regulatória aplicável a emissores de valores mobiliários.

A obrigatoriedade de prestação de informações relevantes aos participantes do mercado trouxe clareza e maior simetria às informações, fazendo com que administradores e controladores de emissoras de valores mobiliários abastecessem o mercado e os investidores com eficiência informacional, permitindo uma melhor avaliação econômica dos valores mobiliários ofertados publicamente⁴.

Cumprе salientar que tais informações divulgadas pela companhia devem ser verdadeiras, completas, consistentes e úteis à avaliação dos valores mobiliários por ela emitidos, bem como primar por uma linguagem clara e objetiva, no entanto, sem deixar de ser técnica, viabilizando a adequada avaliação e tomada de decisão por parte do investidor.⁵

As principais normas infralegais editadas pela CVM que conferem funcionalidade aos mecanismos de *disclosure* são a Instrução CVM nº 400, que trata das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários; a Instrução CVM nº 480, que trata do registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários e detalha as informações a serem divulgadas, de forma periódica ou eventual; e a Instrução CVM nº 358, que trata, entre outros, da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante.

3 Cf. LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; A Lei das S.A. - pressupostos, elaboração, aplicação. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 383. v. I.

4 Nesse sentido, leciona Fábio Ulhoa, “o regime jurídico aplicável às companhias abertas visa conferir ao investimento em ações a segurança possível, com o intuito de fortalecer o mercado acionário e motivar as pessoas a ingressar nele como investidores”, concluindo que o motivador desse controle é “[...] conferir ao investimento em ações e outros valores mobiliários dessas companhias a maior segurança e liquidez possível”. (COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, Direito de Empresa/Fábio Ulhoa Coelho. 14. ed. São Paulo : Saraiva, 2010, p. 71.).

A Instrução CVM nº 480 estabelece as condições para o registro de sociedade anônima como companhia aberta e, entre elas, relaciona uma série de informações periódicas que devem ser disponibilizadas aos acionistas. Sua edição, no final de 2009, teve como objetivo a melhora do nível de informações divulgadas, trazendo maior segurança jurídica para o investidor. A principal inovação dessa norma foi a criação do Formulário de Referência, o qual será tratado em detalhes adiante, que deve ser divulgado anualmente pela companhia aberta, e atualizado em período inferior em determinadas situações.

Nos termos da Instrução CVM nº 480, devem ser encaminhados à CVM em intervalos predeterminados os seguintes documentos:

- Formulários: cadastral; de referência; de demonstrações financeiras padronizadas (DFP) e de informações trimestrais (ITR);⁶
- Demonstrações financeiras;⁷
- Documentos relativos à assembleia geral ordinária: edital de convocação⁸; documentos necessários ao exercício do direito de voto⁹; sumário das decisões da assembleia¹⁰; ata, acompanhada das eventuais declarações de voto, dissidência ou protesto¹¹;
- Relatórios do agente fiduciário¹² (quando houver), que representa os detentores de debêntures (valores mobiliários representando títulos de dívida que podem ser emitidos por uma companhia aberta), nos termos da lei e da escritura de emissão e de certificados de recebíveis imobiliários, quando aplicável; e
- Mapas sintéticos finais de votação relativos à assembleia geral ordinária, na forma da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009^{13 14};
- Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas¹⁵;

A obrigatoriedade de informações a ser prestada depende da categoria em que a companhia encontra-se classificada. A CVM segrega os emissores de valores mobiliários em duas categorias: (i) categoria A, para emissores de quaisquer valores mobiliários; e (ii) categoria B, para emissores de valores mobiliários, exceto ações e certificados de depósito de ações ou outros valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir ações ou certificados de ações.

6 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21 incisos I, II, IV e V.

7 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21 inciso III.

8 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21 inciso VII.

9 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21 inciso VIII.

10 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21 inciso IX.

11 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21 inciso X.

12 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21 inciso XI e XII.

13 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21 inciso XIII.

14 Tal inciso foi recentemente incluído na Instrução CVM nº 480 pela Instrução CVM nº 561, de 7 de abril de 2015, e em sua redação original prevê que tais mapas terão sua forma regulamentada por norma específica, a qual ainda inexistia.

15 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21 inciso XIV, incluído pela Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017.

Em razão da ausência de restrições quanto aos valores admitidos à negociação, as companhias classificadas na categoria A possuem obrigação informacional mais ampla.

A ausência de entrega das informações periódicas pode afetar o registro da companhia aberta junto à CVM. Se houver descumprimento dessas obrigações por período superior a 12 (doze) meses, o registro de emissor de valores mobiliários será suspenso¹⁶. E, caso a suspensão do registro de emissor persista por período superior a 12 (doze) meses, ocorrerá o cancelamento do registro¹⁷.

Cumpre destacar que a suspensão e o cancelamento do registro não eximem o emissor, seu controlador e seus administradores de responsabilidade decorrente das eventuais infrações cometidas antes do cancelamento do registro¹⁸.

Contudo, existem determinadas situações nas quais as normas em vigor permitem que as informações periódicas sejam dispensadas, como no caso de emissor em falência ou em liquidação¹⁹. Ou ainda, tenham sua divulgação adiada²⁰, caso o emissor esteja em recuperação judicial, o qual fica dispensado de entregar o Formulário de Referência até a entrega em juízo do relatório circunstanciado ao final do processo de recuperação.

A fim de esclarecer pormenorizadamente as informações periódicas, passa-se abaixo a descrever as principais informações que devem ser prestadas pela companhia aberta, conforme a Instrução CVM nº 480/09:

a) Formulário Cadastral

O Formulário Cadastral é um documento eletrônico previsto no artigo 22 da Instrução CVM nº 480.

Este formulário traz informações relativas ao cadastro do emissor junto à CVM, apresentando seus dados gerais (como nome, endereço, categoria de registro na CVM etc.), os valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados no Brasil, o auditor independente, o prestador de serviço de ações escriturais (instituição financeira que pode ser contratada pela companhia), dados do DRI, do Departamento de Acionistas e informações sobre alterações cadastrais.

O Formulário Cadastral deve ser atualizado sempre que qualquer dos dados nele contidos for alterado, em até 7 (sete) dias úteis contados do fato que deu causa à

16 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 52.

17 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 53.

18 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 55.

19 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, arts. 38 e 40, Subseções III e IV.

20 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 36, Subseção II.

alteração, dentre eles:

Pelas companhias registradas na categoria A:

- alteração de administrador ou membro do conselho fiscal do emissor;
 - alteração do capital social;
 - emissão de novos valores mobiliários, ainda que subscritos privadamente;
 - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos;
 - alteração dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou variações em suas posições acionárias iguais ou superiores a 5% de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor;
 - quando qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas representando o mesmo interesse atinja participação, direta ou indireta, igual ou superior a 5% da mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração;
 - variações na posição acionária das pessoas acima mencionadas superiores a 5% da mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração;
 - incorporação, incorporação de ações, fusão ou cisão envolvendo o emissor;
 - alteração em projeções ou estimativas ou divulgação de novas projeções e estimativas;
 - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte referente ao exercício do direito de voto ou poder de controle do emissor; e
 - decretação de falência, recuperação judicial, liquidação ou homologação judicial de recuperação extrajudicial.
- Pelas companhias registradas na categoria B:
- alteração de administrador;
 - emissão de novos valores mobiliários, ainda que subscritos privadamente;
 - alteração dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou variações em suas posições acionárias iguais ou superiores a 5% da mesma espécie ou classe de ações do emissor;
 - incorporação, incorporação de ações, fusão ou cisão envolvendo o emissor;
 - alteração nas projeções ou estimativas ou divulgação de novas projeções e estimativas; e
 - decretação de falência, recuperação judicial, liquidação judicial ou extrajudicial ou homologação judicial de recuperação extrajudicial.

Além disso, deve-se confirmar, anualmente, se as informações continuam válidas, até 31 de maio de cada ano²¹.

Este deve ser preenchido e encaminhado à CVM por meio do programa Empresas. Net, disponível para download no *site* da CVM, no link “Envio de Documentos”.

21

Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, parágrafo único do art. 23.

b) Formulário de Referência

Uma das principais novidades trazidas pela Instrução CVM nº 480 é o Formulário de Referência, substituto do Formulário de Informações Anuais (IAN). O Formulário de Referência reúne, em um único documento, todas as informações referentes ao emissor, como histórico e atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre essas informações, valores mobiliários emitidos e operações com partes relacionadas.

O Formulário de Referência é um documento eletrônico, de encaminhamento periódico e eventual, que deve conter informações verídicas, precisas e completas da situação econômico-financeira do emissor, dos riscos inerentes às suas atividades e dos valores mobiliários por ele emitidos, sendo seu conteúdo atestado por declaração do Diretor-Presidente e do Diretor de Relações com Investidores da Companhia, responsáveis pelo conjunto de informações nele contidas.

No intuito de assegurar a completude e qualidade do Formulário, os responsáveis devem zelar pela permanente qualidade e atualização das informações descritas, sendo, para tanto, indispensável a constante interação entre as diferentes áreas da companhia, com a participação ativa do departamento de Relações com Investidores.

A forte influência da globalização e a dependência da captação de recursos financeiros internacionais exigem a equiparação das formas de apresentação das informações econômicas de uma empresa. O Formulário de Referência contribuiu diretamente para a aproximação das regras aplicáveis às companhias abertas brasileiras com os padrões recomendados pelas instituições internacionais especializadas em mercado de valores mobiliários, padronizando as informações e facilitando a comparabilidade entre as emissoras.

As companhias emissoras registradas na categoria A devem preencher todas as informações constantes do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480, já as registradas na categoria B, por serem consideradas investimentos de menor risco, têm a faculdade no preenchimento de alguns itens do Formulário de Referência.

O Formulário de Referência também deve ser preenchido e encaminhado à CVM por meio do programa Empresas.Net, disponível para *download* no site da CVM, no link “Envio de Documentos”.

Além de arquivar o Formulário de Referência na CVM no momento de seu registro como companhia aberta, tais sociedades precisam entregá-lo atualizado anualmente,

em até 5 (cinco) meses a contar da data de encerramento do exercício social.²²

As companhias emissoras também devem estar atentas para atualizar informações específicas na hipótese de ocorrência dos fatos citados na norma, como quando do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. O prazo para atualização do Formulário de Referência é de até 7 (sete) dias úteis contados da ocorrência dos atos que ensejarem sua atualização. Saliente-se que a Instrução em referência distingue as matérias passíveis de atualização de acordo com o tipo de registro do emissor, conforme se verifica no quadro abaixo²³:

Atos cuja atualização é obrigatória	Categoria A	Categoria B
Alteração de administrador, de membro do conselho fiscal ou de membros dos Comitês de Auditoria, Risco, Financeiro e de Remuneração do emissor.	x	Somente alteração de administrador
Alteração do capital social.	x	
Emissão de novos valores mobiliários, ainda que subscritos privadamente.	x	x
Alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos.	x	
Alteração dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou variações em suas posições acionárias que os levem a ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor.	x	x
Quando qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse, direta ou indiretamente, ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração.	x	
Incorporação, incorporação de ações, fusão ou cisão envolvendo o emissor.	x	x

22 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 24, §1º.

23 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 24, §§3º e 4º.

Alteração nas projeções ou estimativas ou divulgação de novas projeções e estimativas;	x	x
Celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte referente ao exercício do direito de voto ou poder de controle do emissor.	x	
Decretação de falência, recuperação judicial, liquidação ou homologação judicial de recuperação extrajudicial.	x	x
Comunicação, pelo emissor, da alteração do auditor independente nos termos da regulamentação específica.	x	x

A Superintendência de Relações com Empresas, órgão interno da CVM que monitora as informações prestadas pelas companhias abertas, dentre elas as informações imputadas no Formulário de Referência, emite anualmente um ofício-circular que instrui as empresas emissoras no correto preenchimento do Formulário, com informações em consonância com os melhores indicadores de governança corporativa e de acordo com entendimentos e orientações da Autarquia. Recomenda-se sempre analisar o ofício-circular na elaboração do Formulário de Referência, a fim de garantir que as informações prestadas estão condizentes com as orientações e expectativas da CVM.

c) Demonstrações financeiras

Além da apresentação periódica do Formulário de Referência, a supracitada Instrução CVM nº 480 prevê outras informações que as companhias que obtiveram registro para negociação de seus valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão devem prestar à referida autoridade de tempos em tempos.

Dentre elas, as companhias devem disponibilizar as demonstrações financeiras completas em até 3 (três) meses, no caso de emissores nacionais, ou 4 (quatro) meses, quando estrangeiros, após o encerramento do exercício social²⁴.

Nas demonstrações financeiras completas estão todas as informações financeiras, conforme exigidas na Lei nº 6.404/76, devendo sempre ser elaboradas de acordo com a referida Lei e normas da CVM, bem como auditadas por auditor independente. Devem acompanhar as demonstrações financeiras: o relatório da administração, os pareceres do auditor independente e do conselho fiscal, se instalado; proposta de orçamento de capital, se houver; declarações de revisão, discussão e concordância

24

Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, §2º do art. 25.

com as opiniões expressas no parecer dos auditores independentes e relatório anual resumido do Comitê de Auditoria, se houver²⁵.

Frise-se que as demonstrações financeiras de emissores estrangeiros devem ser elaboradas em português, em moeda corrente nacional e alternativamente de acordo com a Lei nº 6.385/76 e normas da CVM ou com as normas contábeis internacionais emitidas pelo *International Accounting Standards Board* – IASB. Da mesma forma, devem ser auditadas por auditores independentes registrados na CVM ou em órgão competente no país de origem do emissor. Nesta hipótese, o relatório do auditor independente registrado no país de origem do emissor deve ser acompanhado de relatório de revisão especial elaborado por auditor independente registrado na CVM.

d) Formulário de demonstrações financeiras padronizadas - DFP

Além das demonstrações financeiras, as companhias emissoras devem também apresentar o formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP, documento eletrônico que deve ser preenchido com as informações das demonstrações financeiras elaboradas de acordo com o item anterior e entregues no mesmo prazo que as demonstrações financeiras: em até 3 (três) meses, no caso de emissores nacionais, ou 4 (quatro) meses, quando estrangeiros, após o encerramento do exercício social²⁶.

e) Formulário de informações trimestrais - ITR

As companhias abertas precisam ainda divulgar as informações trimestrais, no prazo de até 45 (quarenta e cinco dias) da data de encerramento de cada trimestre, por meio do formulário de informações trimestrais – ITR, que também se trata de um documento eletrônico.

No ITR devem constar as informações contábeis trimestrais dos emissores, bem como o relatório de revisão especial, emitido por auditor independente registrado na CVM²⁷.

O ITR dos emissores registrados na categoria A deve conter informações contábeis consolidadas sempre que tais emissores estejam obrigados a apresentar demonstrações

25 Em se tratando de companhia securitizadora, suas demonstrações financeiras devem apresentar cada um dos patrimônios separados, por emissão de certificados de recebíveis em regime fiduciário. Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, §1º inciso VIII do art. 25.

26 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 28, inciso II, alíneas a e b.

27 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 29, §1º.

28 As companhias abertas que aderiram ao Programa de Recuperação Fiscal – REFIS, aprovado pela Lei nº 9.964, de 10 de abril de 2000, devem inserir as projeções realizadas para determinação do ajuste a valor presente. A contabilização dos efeitos decorrentes da adesão ao Programa, deve ser efetuada no trimestre em que a adesão for formalizada, devendo ser objeto de divulgação de Aviso de Fato Relevante em conformidade com a Instrução CVM nº 346, de 29 de março de 1996.

financeiras consolidadas, nos termos da Lei nº 6.404/76²⁹.

Por óbvio, os emissores estão dispensados de apresentar o formulário trimestral sob análise referente ao último trimestre de cada exercício social, diante da apresentação das demonstrações financeiras de cada exercício social.

f) Informe sobre o código brasileiro de governança corporativa – Companhias abertas

O Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas foi instituído pelo artigo 3º da Instrução CVM nº 586/2017 e segue as práticas internacionais do “pratique ou explique”, ou seja, para cada princípio relacionado no código, as companhias abertas devem detalhar a prática adotada, ou explicar o motivo pelo qual o princípio não é aplicado.

O código é organizado sobre os 4 (quatro) princípios de governança corporativa: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, e é distribuído em 5 (cinco) capítulos – acionistas, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e ética e conflito de interesses.

O principal objetivo do código é permitir a avaliação e a comparação, pelos principais agentes do mercado de capitais, das variadas estruturas de governança adotadas pelas companhias abertas brasileiras e, com isso, pautar sua tomada de decisão com base na percepção real do nível de governança das companhias. Além disso, o código estimula às companhias abertas a implementar e/ou aperfeiçoar boas práticas de governança corporativa

Os emissores de valores mobiliários registrados na categoria A, autorizados por entidade administradora de mercado à negociação de ações ou de certificados de depósito de ações em bolsa de valores, devem entregar o Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, em até 7 (sete) meses contados da data de encerramento do exercício social. Em caráter excepcional, para o ano de 2018, o prazo final de entrega do Informe foi alterado para 31.10.2018.

g) Demais informações periódicas

Ainda no âmbito das informações periódicas, a companhia aberta deve enviar à CVM o edital de convocação da assembleia geral ordinária, em até 15 (quinze) dias antes da data marcada para a sua realização ou no mesmo dia de sua primeira publicação, o que ocorrer primeiro, estando dispensada de entregar o edital de convocação da assembleia geral ordinária em caso de regularidade em sua instalação, com a presença

²⁹ Cf. Art. 249 da referida Lei que dispõe que a companhia aberta que tiver mais de 30% (trinta por cento) do valor do seu patrimônio líquido representado por investimentos em sociedades controladas deverá elaborar e divulgar, juntamente com suas demonstrações financeiras, demonstrações consolidadas.

de todos os acionistas, nos termos do art. 124, §4º, da Lei nº 6.404/76³⁰.

Todos os documentos necessários ao exercício do direito de voto nas assembleias gerais ordinárias deverão ser enviados à autoridade competente no prazo de 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia geral. Na presença da totalidade dos acionistas, pode-se considerar sanada a inobservância do prazo de apresentação para os documentos relativos ao exercício do direito de voto, porém mantém-se obrigatório seu envio antes da realização da assembleia, nos termos do art. 133, §4º, da Lei nº 6.404/76³¹..

Além disso, o sumário das decisões tomadas na assembleia geral ordinária deve ser disponibilizado no mesmo dia da sua realização, e a ata da assembleia geral ordinária, em até 7 (sete) dias úteis de sua realização³². Na hipótese do emissor entregar a ata da assembleia geral ordinária no mesmo dia de sua realização, ficará dispensado de entregar o sumário das decisões tomadas na assembleia.

A apresentação à CVM da ata da assembleia geral ordinária também é obrigatória e deve ser feita em até 7 (sete) dias úteis após sua realização, acompanhada das eventuais declarações de voto, dissidência e protesto, e, ainda, deve indicar quantas aprovações, rejeições e abstenções que cada deliberação recebeu, bem como o número de votos conferidos para cada candidato quando ocorre eleição de membro dos conselhos administrativos e/ou fiscal³³.

Quando a companhia é emissora de debêntures ou de recebíveis imobiliários, deve haver também a entrega de relatórios do agente fiduciário³⁴. Com relação à companhia emissora de debêntures, o relatório deve ser colocado à disposição de debenturistas anualmente, visando a informá-los dos fatos relevantes ocorridos durante o exercício social, relacionados (i) à execução das obrigações assumidas pela companhia; (b) aos bens garantidores das debêntures e (c) à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, constando, ainda (d) declaração do agente fiduciário sobre sua aptidão para continuar no exercício da função, conforme exige o art. 68, § 1º, alínea *b* da Lei nº 6.404/76. Ambos os relatórios deverão ser apresentados em até 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social ou no mesmo dia da divulgação pelo agente fiduciário, o que ocorrer primeiro.

Devem também ser objeto de apresentação periódica pela companhia emissora mapas sintéticos finais de votação relativos à assembleia geral ordinária, na forma da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009³⁵.

30 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21, §§1º e 2º.

31 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21, §4º.

32 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21, incisos VI a X.

33 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21, §6º.

34 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21, incisos XI e XII.

35 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21, inciso XIII.

Mesmo que o emissor seja estrangeiro ou nacional, bem como constituído sob forma societária diversa de sociedade anônima, deverá entregar todos os documentos imediatamente acima descritos, quais sejam, edital de convocação; documentos necessários ao exercício do direito de voto; sumário das decisões tomadas; ata da assembleia geral ordinária, relatórios dos agentes fiduciários e os mapas de votação, nos prazos acima descritos³⁶.

16.2.2. Emissores em Situação Especial

Os emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários que se enquadrarem nas situações especiais estabelecidas pela norma se subsumirão a um regime de divulgação específico condizente com o momento sensível que se encontram. Tais situações especiais resumem-se à recuperação extrajudicial; à recuperação judicial; e à falência e liquidação.

Nos casos de emissores em recuperação extrajudicial, além das informações obrigatórias já apresentadas, deverão enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível no site da referida autoridade, relatórios de cumprimento do cronograma de pagamentos e demais obrigações estabelecidas no plano de recuperação extrajudicial. Tais relatórios deverão ser apresentados com periodicidade não superior a 90 dias³⁷.

Já os emissores em recuperação judicial estão dispensados de apresentar o Formulário de Referência até a entrega em juízo do relatório circunstanciado ao final do processo de recuperação. No entanto, ainda deverá apresentar à autoridade, também por meio do sistema eletrônico disponibilizado pela CVM na rede mundial de computadores, os seguintes documentos:

- a) as contas demonstrativas mensais, acompanhadas do relatório do administrador judicial;
- b) o plano de recuperação;
- c) decretação da falência no curso do processo de recuperação, se ocorrer;
- d) o relatório circunstanciado apresentado pelo administrador judicial ao final da recuperação.

As contas demonstrativas mensais da administração, o plano de recuperação e o relatório circunstanciado deverão ser apresentados no mesmo dia de seu protocolo perante o juízo competente. Já o ato decisório decretador de processo de falência

36 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 21, §3º.
37 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 35, caput.

deverá ser apresentado à CVM no mesmo dia de sua ciência.

O emissor que se encontra em processo de falência, por sua vez, está dispensado de prestar informações periódicas à CVM. No entanto, deverá enviar-lhe, também por meio de sistema eletrônico, os seguintes documentos:

- a) relatório sobre as causas e circunstâncias que levaram o emissor a requerer falência;
- b) contas demonstrativas da administração;
- c) quaisquer outras informações contábeis apresentadas em juízo;
- d) contas apresentadas ao final do processo de falência;
- e) relatório final sobre o processo de falência; e
- f) sentença de encerramento do processo de falência.

O relatório sobre as causas e circunstâncias da falência, as contas demonstrativas da administração, outras informações contábeis, as contas apresentadas ao final do processo deverão ser apresentados no mesmo dia de seu protocolo perante o juízo competente. Já a sentença de encerramento do processo falimentar deverá ser apresentada à CVM no mesmo dia da ciência de tal ato resolutivo.

Assim como o emissor em situação de falência, aqueles que se encontrarem em processo de liquidação também estão dispensados de prestar informações periódicas. Apesar disso, ainda devem enviar à CVM os seguintes documentos:

- a) o ato de nomeação, destituição ou substituição do liquidante;
- b) quadro geral de credores elaborado pelo liquidante;
- c) quadro geral de credores definitivo;
- d) relatório e balanço final da liquidação, com prestação de contas do liquidante;
- e) quaisquer outros relatórios, pareceres e informações contábeis elaborados sob a responsabilidade do liquidante; e
- f) ato de encerramento da liquidação.

A apresentação do ato de nomeação, destituição ou substituição do liquidante à autoridade deverá ser feita no mesmo dia de sua ciência pelo emissor, no caso de liquidação de instituição financeira ou liquidação judicial. No caso de liquidação extrajudicial, deverá fazê-lo no mesmo dia da aprovação pelos órgãos de administração do emissor. Já o quadro geral de credores definitivo deverá ser apresentado no mesmo dia de sua ciência pelo emissor.

O quadro geral de credores elaborado pelo liquidante, o relatório e balanço final da liquidação e quaisquer outros relatórios, pareceres e informações contábeis devem ser apresentados à CVM no mesmo dia da apresentação à autoridade administrativa

reguladora, no caso de liquidação de instituição financeira. Já no caso de liquidação extrajudicial, devem ser apresentados no mesmo dia da apresentação ao órgão de administração do emissor. E, no caso de liquidação judicial, devem ser apresentados à CVM no mesmo dia do protocolo em juízo.

Por fim, o ato de encerramento da liquidação deverá ser apresentado à CVM pelo sistema eletrônico alternativamente no mesmo dia da sua ciência pelo emissor ou de sua aprovação pelos órgãos de administração do emissor.

16.2.3. Companhias incentivadas

As companhias incentivadas são aquelas beneficiárias de incentivos fiscais previstos no Decreto-Lei nº 1.376/74, por estarem localizadas em regiões de interesse econômico ou por produzirem bens e prestarem serviços em áreas de reflorestamento, turismo e pesca, por exemplo. São disciplinadas e fiscalizadas de acordo com o Decreto-Lei nº 2.298/86, e com o disposto na Instrução CVM nº 265, de 18 de julho de 1997, conforme alterada.

Por força do artigo 2º da Instrução CVM nº 265, as companhias incentivadas devem, obrigatoriamente, se registrar na CVM, podendo obter a dispensa ou o cancelamento do registro: (i) mediante comprovação de que a totalidade das ações emitidas pelas sociedades pertence aos controladores; (ii) caso tenham sido excluídas do sistema de incentivos fiscais pelo Ministério da Integração Nacional, por motivos tais como cancelamento, caducidade, paralisação e desistência; ou (iii) caso encontrem-se paralisadas após implantação do projeto, conforme informação do Ministério da Integração Nacional.

Deve-se ressaltar que o registro da companhia incentivada na CVM não atribui a ela o *status* de companhia aberta.

Uma vez concedido o registro de companhia incentivada perante a CVM, a beneficiária deve enviar informações periódicas e eventuais à CVM (por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores), ao banco operador dos fundos de investimentos (apenas quando os valores mobiliários emitidos pelas sociedades se encontrarem na carteira dos fundos administrados por aquela instituição) e à entidade autorreguladora em que seus valores mobiliários venham a ser admitidos à negociação, além de manter tais informações à disposição dos titulares de valores mobiliários em sua sede.

As companhias incentivadas deverão declarar, nas publicações obrigatórias, sua condição de beneficiária de recursos oriundos de incentivos fiscais, nos termos do Decreto-Lei nº 2.298/86.

As companhias incentivadas devem prestar as informações periódicas (art. 12 da Instrução CVM nº 265) relacionadas abaixo:

- Demonstrações financeiras e, se for o caso, demonstrações consolidadas, acompanhadas do relatório da administração e do relatório do auditor independente registrado na CVM até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária ou no mesmo dia de sua publicação pela imprensa, ou de sua colocação à disposição dos acionistas, o que ocorrer primeiro;
- Edital de convocação da assembleia geral ordinária, no mesmo dia de sua publicação pela imprensa;
- Ata da assembleia geral ordinária, até 30 (trinta) dias após sua realização, com indicação das datas e jornais de sua publicação, se esta já tiver ocorrido; e
- Os seguintes dados cadastrais atualizados, até 31 de maio de cada ano:

a) razão social da companhia, telefone e endereço completo de sua sede, bem como, se for o caso, endereço eletrônico e endereço alternativo em localidade de mais fácil acesso;

b) número de inscrição no CNPJ;

c) nome do presidente ou do diretor responsável pelo contato com a CVM, números de telefone e fax, e endereço de e-mail;

d) composição dos órgãos da administração e do conselho fiscal, caso o último esteja em funcionamento, discriminando, por órgão, cada um de seus membros, a data de sua eleição e a data prevista para o término do seu mandato; e

e) indicação do prestador de serviços de ações escriturais, no caso de contratação de instituição financeira para esse fim.

Na hipótese de a companhia encontrar-se em implantação ou em fase pré-operacional, ela deverá fornecer dados atualizados sobre o andamento do projeto apresentado à CVM por ocasião do pedido de registro, juntamente com as demonstrações financeiras.

No que diz respeito às informações eventuais (art. 13 da Instrução nº 265/97), as companhias incentivadas devem prestar as seguintes informações:

- Edital de convocação de assembleia geral extraordinária ou especial, no mesmo dia de sua publicação;
- Ata de assembleia geral extraordinária ou especial, até 10 (dez) dias após a sua realização;
- Acordo de acionistas, até 10 (dez) dias após o seu arquivamento na sede da sociedade;

- Convenção de constituição de grupo de sociedades de que participe, até 10 (dez) dias após a realização da assembleia geral que deliberou sobre o assunto;
- Comunicação sobre ato ou fato relevante³⁸, nos termos do artigo 157, § 4º da Lei nº 6.404/76 e da Instrução nº 358/02, imediatamente após sua ocorrência;
- Petição inicial de recuperação judicial ou de homologação do plano de recuperação extrajudicial, com todos os documentos que a instruem, no mesmo dia do protocolo em juízo;
- Sentença denegatória ou concessiva do pedido de recuperação judicial, da homologação do plano de recuperação extrajudicial ou do pedido de falência, no mesmo dia de sua ciência pela sociedade;
- Balanços intermediários, no mesmo dia de sua divulgação;
- Outras informações solicitadas pela CVM, no prazo que esta assinalar;
- Alteração dos seguintes dados cadastrais em até 10 dias contados da referida alteração:
 - a) razão social da companhia, telefone e endereço completo de sua sede, bem como, se for o caso, endereço eletrônico e endereço alternativo em localidade de mais fácil acesso;
 - b) número de inscrição no CNPJ;
 - c) nome do presidente ou do diretor responsável pelo contato com a CVM, números de telefone e fax, e endereço de e-mail;
 - d) composição dos órgãos da administração e do conselho fiscal, caso o último esteja em funcionamento, discriminando, por órgão, cada um de seus membros, a data de sua eleição e a data prevista para o término do seu mandato; e
 - e) indicação do prestador de serviços de ações escriturais, no caso de contratação de instituição financeira para esse fim.
- Estatuto social consolidado, em até 10 (dez) dias contados da data da assembleia que deliberou a alteração do estatuto; e
- Cópias de atas de reuniões do conselho de administração que tenham elegido ou destituído diretores da companhia ou que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros, em até 10 dias contados da sua realização.

É importante ressaltar que conforme estipulado pelo art. 32, II, da Instrução CVM nº 265, configura-se infração grave para os fins previstos no parágrafo 3º, do artigo 11, da Lei nº 6.385/76, combinado com o inciso III, do artigo 3º, do Decreto-Lei nº 2.298/86, “*deixar o administrador da sociedade de comunicar ato ou fato relevante e de atender a pedido de outras informações solicitadas pela CVM (artigo 13, incisos V e IX desta Instrução)*”.

38 Nos termos do parágrafo único, do artigo 10, da Instrução nº 265/97, “aplica-se às sociedades registradas na forma desta Instrução o disposto nas normas específicas a respeito da divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante”.

16.2.4. Informações Eventuais

A política de divulgação de informações adotada pelo modelo regulatório brasileiro abrZange, além do envio de informações periódicas, conforme o item anterior, o envio de informações eventuais, dentre as quais se destacam os atos ou fatos relevantes e os comunicados ao mercado.

Os prazos finais para entrega das informações eventuais são improrrogáveis, não havendo autorização expressa na legislação para que se autorize, sob quaisquer motivos, pedido de prorrogação de prazo para entrega dessas informações.

As informações eventuais devem ser apresentadas à autoridade pelas companhias emissoras, sendo, portanto, obrigatórias quando de sua ocorrência. Sua apresentação também se dá por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM.

Abaixo constam, sinteticamente, todas as informações que devem ser entregues na eventualidade de sua ocorrência, nos prazos abaixo:

Informações Eventuais	Categoria A	Categoria B	Prazos
editais de convocação das assembleias gerais extraordinárias, especiais e de debenturistas	x	x	no mesmo dia de sua publicação
todos os documentos necessários ao exercício do direito de voto nas assembleias gerais extraordinárias, especiais e de debenturistas	x	x	nos termos e prazos estabelecidos na Instrução CVM nº 481/09
sumário das decisões tomadas na assembleia geral extraordinária, especial ou de debenturistas	x	x	no mesmo dia de sua realização

atas de assembleias gerais extraordinárias, especiais e de debenturistas, acompanhadas das eventuais declarações de voto, dissidência ou protesto	x	x	até 7 dias úteis da realização
atas de reuniões do conselho de administração, desde que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros, acompanhadas das eventuais manifestações encaminhadas pelos conselheiros	x	x	até 7 dias úteis da realização
atas de reuniões do conselho fiscal que aprovaram pareceres, acompanhadas das eventuais manifestações encaminhadas pelos conselheiros	x		até 7 dias úteis da data de divulgação do ato ou fato objeto do parecer
laudos de avaliação	x		nos prazos estabelecidos nas Instruções CVM nº 361/02 e 565/15.
acordos de acionistas e outros pactos societários arquivados no emissor	x		até 7 dias úteis do arquivamento

convenção de grupo de sociedades	x		até 7 dias úteis da assinatura
comunicação sobre ato ou fato relevante	x	x	logo após sua ocorrência - regras de divulgação e exceções estão previstas na Instrução CVM nº 358/02
política de negociação de ações	x		nos termos e prazos estabelecidos na Instrução CVM nº 358/02
política de divulgação de informações	x	x	nos termos e prazos estabelecidos na Instrução CVM nº 358/02
estatuto social consolidado	x	x	até 7 dias úteis da data da assembleia
material apresentado em reuniões com analistas e agentes do mercado	x		no mesmo dia da reunião ou apresentação

atos de órgãos reguladores que homologuem editais de convocação; atas de assembleias gerais extraordinárias, especiais e de debenturistas; atas de reuniões do conselho de administração, desde que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros; acordo de acionistas e outros pactos societários; e convenção de grupo de sociedades	x		no mesmo dia da publicação
relatórios de agências classificadoras de risco contratadas pelo emissor e suas atualizações, se houver	x	x	na data da divulgação
termo de securitização de direitos creditórios e eventuais aditamentos	x	x	até 7 dias úteis da assinatura
escritura de emissão de debêntures e eventuais aditamentos	x	x	até 7 dias úteis da assinatura

informações sobre acordos de acionistas dos quais o controlador ou controladas e coligadas do controlador sejam parte, a respeito do exercício de direito de voto no emissor ou da transferência dos valores mobiliários do emissor, contendo, no mínimo, data de assinatura, prazo de vigência, partes e descrição das disposições relativas ao emissor	x		até 7 dias úteis da ciência, pelo emissor, de sua existência
comunicações do agente fiduciário ³⁹	x	x	no mesmo dia da divulgação
petição inicial de recuperação judicial, com todos os documentos que a instruem	x	x	no mesmo dia do protocolo em juízo
plano de recuperação judicial	x	x	no mesmo dia do protocolo em juízo
sentença denegatória ou concessiva do pedido de recuperação judicial, com a indicação, neste último caso, do administrador judicial nomeado pelo juiz	x	x	no mesmo dia da ciência pelo emissor

39

Elaboradas de forma a cumprir o art. 68, § 1º, alínea “c”, da Lei nº 6.404, de 1976.

pedido de homologação do plano de recuperação extrajudicial, com as demonstrações contábeis levantadas especialmente para instruir o pedido	x	x	no mesmo dia do protocolo em juízo
sentença denegatória ou concessiva da homologação do plano de recuperação extrajudicial	x	x	no mesmo dia da ciência pelo emissor
pedido de falência, desde que fundado em valor relevante	x	x	no mesmo dia da ciência pelo emissor
sentença denegatória ou concessiva do pedido de falência	x	x	no mesmo dia da ciência pelo emissor
decretação de intervenção ou liquidação, com a indicação do interventor ou liquidante nomeado	x	x	no mesmo dia da ciência pelo emissor
comunicação sobre a instalação de comitê de auditoria estatutário, da qual deve constar, no mínimo, o nome e o currículo de seus membros	x	x	até 7 dias úteis da instalação
comunicação sobre mudança na composição ou dissolução do comitê de auditoria estatutário	x	x	até 7 dias úteis da data do evento

regimento interno do comitê de auditoria estatutário e eventuais alterações	x	x	até 7 dias úteis da instalação ou da aprovação das alterações pelo conselho de administração
comunicação sobre aumento de capital deliberado pelo conselho de administração, com exceção dos realizados mediante subscrição em oferta pública registrada na CVM	x		na mesma data da divulgação da ata ou em até 7 dias úteis da data da reunião do referido órgão, o que ocorrer primeiro
comunicação sobre transações entre partes relacionadas	x		até 7 dias úteis da ocorrência
comunicação sobre a adoção do processo de voto múltiplo em assembleia geral	x	x	imediatamente após o recebimento do primeiro requerimento válido ⁴⁰
mapas sintéticos finais de votação relativos à assembleia geral extraordinária, na forma estabelecida por norma específica	x		Prazos conforme Instrução CVM nº 481/09

40

Em conformidade com o art. 141 da Lei nº 6.404, de 1976.

Mesmo que o emissor seja estrangeiro ou nacional, bem como constituído sob forma societária diversa de sociedade anônima, deverá entregar todos as informações eventuais acima dentro dos mesmos prazos descritos.⁴¹

A informação eventual que mais gera dúvidas dos administradores e questionamentos por parte da CVM é a divulgação de ato ou fato relevante, que será detalhado no item a seguir.

16.3. Ato ou Fato Relevante

O art. 157, § 4º, da Lei das S.A. obriga que os administradores de companhia aberta comuniquem imediatamente à bolsa de valores e divulguem pela imprensa qualquer fato relevante ocorrido nos negócios da companhia que possam influir de modo ponderável na decisão dos investidores de vender ou comprar valores mobiliários de sua emissão.

A fim de regulamentar a matéria, a CVM⁴² editou a Instrução CVM nº 358, que dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante, dentre outras matérias.

De acordo com o art. 2º da Instrução 358/02, considera-se relevante

“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.”.

O art. 3º da Instrução CVM nº 358 atribui ao DRI da companhia a responsabilidade por enviar à CVM qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos negócios da companhia, bem como por zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente, em todos os mercados em que os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação.

Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária

41 Cf. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, art. 30, §1º e art. 31, parágrafo único.

42 Com base no art. 4º e seus incisos, art. 8º, I e III, art. 18, II, 'a' e art. 22, § 1º, I, V e VI, todos da Lei nº 6.385/76.

possuem a obrigação de comunicar ao DRI qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento, a fim de que ele promova sua divulgação (§ 1º do art. 3º da Instrução CVM nº 358).

No entanto, caso essas pessoas verifiquem a omissão do DRI em comunicar e divulgar um ato ou fato relevante de que tenham conhecimento, devem, elas mesmas, comunicar o ato ou fato relevante “imediatamente” à CVM, sob pena de serem responsabilizadas, por força do disposto no § 2º do art. 3º da Instrução CVM nº 358.

Assim que identificados, os atos fatos relevantes devem ser prontamente divulgados, preferencialmente antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação (art. 5º da Instrução CVM nº 358).

Nos casos em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação simultânea em mercados de diferentes países, o § 1º do art. 5º da Instrução CVM nº 358 determina que a divulgação do ato ou fato relevante deverá ser feita, sempre que possível⁴³, antes do início ou após o encerramento dos negócios em ambos os países, prevalecendo, no caso de incompatibilidade, o horário de funcionamento do mercado brasileiro.

Na alteração da Instrução CVM nº 358 pela Instrução CVM nº 590, de 11.09.2017, passou a se determinar que a divulgação de ato ou fato relevante durante o horário de negociação deve se dar com a observância dos procedimentos previstos nos regulamentos editados pelas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado sobre o assunto⁴⁴, conforme a nova redação do § 2º do art. 5º da norma. Também foi revogado o § 3º, que antes determinava a vinculação da suspensão de negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia no Brasil à suspensão simultânea dos negócios em outros países onde esses valores mobiliários também fossem negociados. Essa determinação não mais se aplica com a alteração na norma, o que foi justificado pela CVM por sua pouca possibilidade de aplicação prática.

É importante observar que, ainda que, a Instrução CVM nº 358 autorize a divulgação do ato ou fato relevante antes do início dos negócios em mercado, a Superintendência de Relações com Empresas – SEP – da CVM já se pronunciou, por meio do Ofício-

43 Quando não for possível, o § 2º do art. 5º da Instrução nº 358/02 faculta que o DRI solicite (sempre simultaneamente às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação) a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante.

44 “§ 2º Caso seja imperativo que a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o Diretor de Relações com Investidores poderá solicitar, sempre simultaneamente às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante, observados os procedimentos previstos nos regulamentos editados pelas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado sobre o assunto.”

Circular da SEP (item 3.1), que entende como uma boa prática que a divulgação ocorra *“apenas após o encerramento dos negócios em todos os países em que os valores mobiliários sejam negociados, possibilitando um período maior para que os investidores possam analisar os efeitos decorrentes da informação divulgada”*.

Ainda segundo o entendimento da SEP, a divulgação de fato relevante um pouco antes da abertura das negociações em mercado pode ocasionar atraso no início das negociações com valores mobiliários da companhia, razão pela qual essa prática deve ser evitada.

Excepcionalmente, nos casos em que os acionistas controladores ou os administradores entenderem que a revelação do ato ou fato relevante porá em risco interesse legítimo da companhia, a divulgação não necessariamente ocorrerá de forma imediata à ocorrência do fato relevante. A adoção desse procedimento pode ocorrer por decisão da companhia ou poderá ser enviado requerimento de exceção à imediata divulgação ao Presidente da CVM, em envelope lacrado no qual deverá constar a palavra “Confidencial” (art. 6º c/c art. 7º, § 1º, ambos da Instrução CVM nº 358).

No entanto, caso a informação escape ao controle⁴⁵ ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados, surge a obrigação de se divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, conforme o § único do art. 6º c/c § 3º do art. 7º, ambos da Instrução CVM nº 358.

Nessas duas hipóteses, ainda que a informação se refira à operação em fase de negociação, estudos de viabilidade, tratativas iniciais, ou até mesmo à mera intenção de realização do negócio, o Colegiado da CVM já se manifestou, nos julgamentos dos PAS CVM nº RJ2006/5928 e 24/05, respectivamente, em 17.04.2007 e 07.10.2008, no sentido de que o fato relevante deve ser imediatamente divulgado, com as informações possíveis de serem divulgadas naquele momento, podendo ser complementado *a posteriori*, na medida em que as negociações evoluam.

A esse respeito, o Ofício-Circular da SEP recomenda que o DRI, sempre que possível, prepare um documento sobre o ato ou fato relevante mantido em sigilo, que possa ser imediatamente divulgado, sendo também aconselhável, no entendimento da SEP, que o DRI tenha documentos pré-aprovados à disposição, vertidos para os idiomas de todos os países em que os valores mobiliários da companhia sejam admitidos à negociação, para que possa efetuar a divulgação de forma rápida em caso de urgência.

Conforme o disposto no § 4º do art. 3º da Instrução CVM nº 358, além do envio do

⁴⁵ No campo da autorregulação, a Associação Brasileira de Companhias Abertas (ABRASCA) publicou o *Manual de Controle e Divulgação de Informações Relevantes*, que versa sobre práticas a serem adotadas no tratamento de informações privilegiadas para que se previna o seu vazamento.

ato ou fato relevante à CVM, o DRI deve também divulgar o ato ou fato relevante através de publicação (i) nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia – podendo, nesses casos, ser feita de forma resumida, com indicação dos endereços na internet onde a informação completa deverá estar disponível a todos os investidores, em teor no mínimo idêntico àquele remetido à CVM (§ 8º do art. 3º da Instrução CVM nº 358); ou (ii) pelo menos em um portal de notícias com página na internet, que disponibilize, em seção de acesso gratuito, a informação em sua integralidade.

É importante observar que o envio do ato ou fato relevante à CVM deve ser feito antes ou simultaneamente à sua divulgação pelos canais previstos no § 4º do art. 3º da Instrução CVM nº 358, conforme salientado no item 3.1 do Ofício-Circular da SEP.

O Ofício-Circular da SEP ressalta ainda que a legislação societária não impede que informações relevantes sejam veiculadas e discutidas em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior, desde que o fato relevante em questão seja divulgado para todo o mercado prévia ou simultaneamente à reunião, nos moldes do § 3º do art. 3º da Instrução CVM nº 358.

As companhias têm utilizado cada vez mais a teleconferência como ferramenta para divulgar fatos relevantes em reuniões públicas com investidores e profissionais⁴⁶. Essa prática é louvável justamente por ir ao encontro do princípio do *full disclosure*⁴⁷, mas não as exime da responsabilidade de divulgar a informação por meio de, no mínimo, um dos canais de comunicação apresentados no § 4º do art. 3º da Instrução nº 358/02, além, naturalmente, do envio à CVM.

E, quanto ao conteúdo, o ato ou fato relevante deve ainda obedecer ao disposto no § 5º do art. 3º da Instrução CVM nº 358, que determina que a informação deve ser transmitida de forma clara, precisa e em linguagem acessível ao público investidor⁴⁸, podendo a CVM e a bolsa de valores, ou entidade de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, exigir esclarecimentos adicionais do DRI a qualquer tempo (art. 4º da Instrução CVM nº 358).

Nos casos em que a CVM considerar necessário, a autarquia poderá determinar a divulgação, aditamento ou republicação de informação sobre ato ou fato relevante,

46 Nesse sentido, vide o livro *O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro* (item 6.3.3), da série TOP, publicada pela CVM.

47 Segundo orientação do Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM), a teleconferência é um meio de comunicação eficiente e deve ser utilizado para dar acesso e gerar interatividade, de maneira ampla e irrestrita, entre os administradores e os públicos estratégicos da companhia. Por meio desse instrumento, é possível divulgar informações e esclarecimentos da companhia, privilegiando a tempestividade, a equidade e a transparência.

48 O CODIM oferece orientação e sugestões às companhias abertas e aos profissionais do mercado de capitais através de seus “Pronunciamentos” sobre as alternativas mais adequadas de divulgação de informações, buscando aprimorar continuamente a qualidade, a transparência, a tempestividade, a acessibilidade e o detalhamento dessas informações.

conforme autorizado pelo § 6º do art. 3º da Instrução CVM nº 358.

A respeito do conteúdo das informações, o Ofício-Circular da SEP é claro ao manifestar o entendimento da superintendência de que a companhia deve abster-se de emitir juízo de valor a respeito das informações divulgadas, sobretudo no que diz respeito ao andamento de disputas judiciais e decisões nelas proferidas, as quais devem refletir o exato teor das decisões.

É importante observar que a regulamentação impõe uma atuação diligente por parte do DRI (§ único do art. 4º da Instrução CVM nº 358), que deve inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se elas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas ao mercado, tanto nos casos em que ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados quanto nos casos em que forem exigidas informações adicionais pelos órgãos competentes.

Deve-se ressaltar ainda que a transgressão a disposições da Instrução CVM nº 358 configura infração grave para os fins previstos no § 3º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, conforme disposto no art. 18 da própria Instrução.

16.3.1. Fato Relevante X Comunicado ao Mercado

Diferentemente do comunicado ao mercado, a divulgação de ato ou fato relevante está submetida a uma formalidade específica, definida na Instrução CVM nº 358. No entanto, a norma reguladora prevê a divulgação de outras informações não caracterizadas como ato ou fato relevante. Para essas outras informações, a CVM criou a categoria “comunicado ao mercado”, que deve ser utilizada para a divulgação de outras informações não caracterizadas como ato ou fato relevante que a companhia entenda como úteis de serem compartilhadas com os acionistas ou o mercado em geral.

O Ofício-Circular da SEP cita como exemplos de comunicado ao mercado: (i) o comunicado de aquisição ou de alienação de participações relevantes previsto no artigo 12 da Instrução CVM nº 358, cuja publicação somente é exigida nas hipóteses previstas no § 5º do artigo; (ii) material divulgado em reuniões com analistas; e (iii) esclarecimentos prestados pelas companhias sobre consultas formuladas pela CVM ou pela bolsa de valores.

A distinção entre ato ou fato relevante e comunicado ao mercado está, portanto, no conteúdo da informação. Caso a companhia entenda que a informação tem o potencial de afetar as cotações ou decisões de investimento, ela deverá ser tratada internamente e divulgada de acordo com as formalidades estipuladas na Instrução CVM nº 358, como fato relevante, que, diferentemente do comunicado ao mercado, inclui a

publicação nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia ou a divulgação em pelo menos um portal de notícias com página na internet, que disponibilize, em seção de acesso gratuito, a informação em sua integralidade (§ 4º do art. 3º da Instrução CVM nº 358).

16.3.2. Negociações de administradores e pessoas ligadas

Outra informação eventual que deve ser prestada à CVM consiste nas informações sobre negociações de valores mobiliários de emissão da companhia por seus administradores e pessoas ligadas a eles. Há, essencialmente, duas situações em que os administradores de companhias abertas devem prestar informações: (i) sua posição inicial e quaisquer negociações posteriores com ações ou valores mobiliários de emissão da companhia, controladas e/ou controladoras (estas, desde que também sejam companhias abertas); e (ii) aquisição ou alienação de participação considerada relevante.

A primeira obrigação de informar é constante e possui periodicidade previamente definida, devendo a companhia repassar mensalmente as informações recebidas. A segunda não tem periodicidade fixa, sendo prestada sempre que verificada a aquisição ou alienação de participação acionária relevante.

Portanto, além de o administrador dever informar a aquisição ou alienação de participação acionária relevante (obrigação que se aplica para qualquer pessoa que atinja a marca de 5% – ou múltiplos – de valores mobiliários de emissão da companhia), o administrador possui a obrigação de reportar qualquer negociação, independentemente do percentual negociado, no prazo de 5 (cinco) dias de sua ocorrência (sendo que, em relação a estas, a companhia repassa, para a CVM, as informações recebidas mensalmente).

Referidas informações não são devidas diretamente à CVM, mas ao DRI da companhia respectiva, somente cabendo cogitar a hipótese de comunicar movimentações diretamente à CVM caso o DRI falhe com sua obrigação de repassar as informações para a CVM.

a) Obrigação de reportar a posição detida pelo administrador (e variações)

Por força do art. 11 da Instrução CVM nº 358, os administradores (assim entendidos diretores, conselheiros de administração e fiscal, e membros de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados pelo estatuto social) devem informar a titularidade de valores mobiliários por ocasião do registro da companhia como aberta ou da investidura em seus cargos e, a partir daí, informar mensalmente qualquer negociação ou alteração em sua posição.

As informações referidas acima deverão ser encaminhadas pelos administradores de forma individual e, em seguida, consolidadas pelo DRI da companhia, sendo que, com a alteração da Instrução CVM nº 358 pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015, tanto as posições individuais quanto as consolidadas ficarão disponíveis no Sistema IPE⁴⁹.

A obrigação de informar é bastante ampla, e, apesar de a Instrução CVM nº 358 não ser específica, entende-se que deve incluir a negociação de qualquer tipo de valor mobiliário, assim como a realização não só de compras e vendas de ações, mas também de operações de aluguel, termo, rolagem e qualquer negociação referenciada a valores mobiliários de emissão, não só da companhia na qual os administradores exercem funções, mas também de controladas ou controladoras que sejam abertas. Importante lembrar que por valores mobiliários⁵⁰ deve-se entender não somente ações, mas também debêntures, bônus de subscrição, derivativos ou quaisquer outros valores mobiliários referenciados nos valores mobiliários de emissão da companhia, suas controladas ou controladoras.

A esse respeito, deve-se destacar que, além do envio à CVM das informações com relação aos valores mobiliários negociados pelos administradores, a Instrução CVM nº 568 incluiu a obrigação de a companhia enviar as informações com relação aos valores mobiliários negociados por ela própria, suas controladas e coligadas⁵¹.

Em recente alteração, a Instrução CVM nº 590/17 incluiu o § 9º no art. 11 da Instrução CVM nº 358/02 para estabelecer que devem também ser informados aplicação, resgate e negociação de cotas de fundos de investimento, cujo regulamento preveja que a sua carteira de ações seja composta (exclusivamente) por ações de emissão da companhia, de sua controlada ou de sua controladora (estas últimas, desde que se tratem de companhias abertas).

Com o objetivo de se ter uma informação completa e confiável, a CVM, por meio do Ofício-Circular da SEP, solicita que as companhias enviem voluntariamente os formulários, mesmo nos meses em que não tenham sido verificadas movimentações ou alterações nas posições dos administradores e pessoas ligadas. Nesse caso, os

49 Tais informações devem ser enviadas pelo DRI via Sistema IPE, na categoria “Valores Mobiliários Negociados e Detidos”, tipo “Posição Consolidada” e “Posição Individual”, cabendo destacar que os modelos de formulários para preenchimento encontram-se disponíveis na página da CVM na Internet, no link “Envio de documentos”, “Padrões de Arquivos XML e outros”.

50 A Lei nº 6.385/76 define como valores mobiliários: (i) as ações, debêntures e bônus de subscrição; (ii) os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; (iii) os certificados de depósito de valores mobiliários; (iv) as cédulas de debêntures; (v) as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (vi) as notas comerciais; (vii) os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (viii) outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (ix) quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

51 Cf. art. 11, § 5º, I da Instrução nº 358/02.

formulários devem ser preenchidos com a informação de que, naquele período, não houve negociação com valores mobiliários da companhia, de sua controlada, de sua controladora ou de sua coligada, repetindo-se os valores do saldo inicial no saldo final.

Devem ser reportadas, ainda, não só negociações feitas pelos próprios administradores, mas também por pessoas a ele ligadas, assim entendidos cônjuges dos quais não estejam separados judicialmente, companheiro(a)s, quaisquer dependentes incluídos em sua declaração anual de imposto de renda, e sociedades por eles controladas direta ou indiretamente.

A comunicação do administrador para a companhia deve conter, no mínimo, (i) sua qualificação, indicando o número de inscrição no CNPJ ou no CPF, (ii) a quantidade, por espécie e classe, no caso de ações, e demais características, no caso de outros valores mobiliários, (iii) identificação da companhia emissora e do saldo da posição detida antes e depois da negociação, e (iv) a forma de aquisição ou alienação, preço e data das transações.

Apesar de não ser obrigatório, a SEP recomenda que seja divulgada no formulário a motivação das negociações relevantes realizadas por administradores.

O prazo para prestar a informação para a companhia é de 5 (cinco) dias úteis após a realização de cada negócio. Recebidas as informações, o DRI deve então transmiti-las mensalmente à CVM e à bolsa de valores de forma individual e também consolidada por órgão, no prazo de 10 (dez) dias após o término do mês em que se verificarem alterações das posições, ou no mês em que ocorrer a investidora de qualquer dos administradores no cargo.

Para evitar a duplicidade, na hipótese de uma mesma pessoa ser membro do conselho de administração e da diretoria, os valores mobiliários por ela detidos devem ser divulgados exclusivamente no montante de valores mobiliários detidos pelos membros do conselho de administração.

Caso a companhia apresente a informação referente aos valores mobiliários negociados e detidos dos acionistas controladores, devem ser informadas somente as posições dos acionistas controladores que não são administradores, tendo em vista que as posições dos controladores que são administradores serão informadas de acordo com sua função executiva (conselho de administração, diretoria, conselho fiscal e órgãos técnicos ou consultivos).

Ressalte-se ainda que, com relação aos valores mobiliários negociados pelos administradores, as informações devem ser encaminhadas pelo DRI à CVM em apenas dois arquivos, sendo que um deve conter os formulários das posições individuais

detidas por cada administrador ou pessoa ligada e outro, a posição consolidada de cada órgão. Note-se que no campo “Dia” do Formulário deve ser informada a data da operação de compra ou venda e não a data da liquidação da mesma.

b) Divulgação de aquisição ou alienação de participação acionária relevante

A Instrução CVM nº 358 estabelece ainda, em seu art. 12 (pela Instrução CVM nº 568), que os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes, têm o dever de informar à companhia:

- o nome e qualificação do adquirente, indicando o número de inscrição no CNPJ ou no CPF, conforme o caso;
- o objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração de que suas compras não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade;
- número de ações e de outros valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações, sejam de liquidação física ou financeira, explicitando a quantidade, a classe e a espécie das ações referenciadas;
- indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia; e
- se o acionista for residente ou domiciliado no exterior, o nome ou denominação social e o número de inscrição no CPF ou no CNPJ do seu mandatário ou representante legal no país para os efeitos do art. 119 da Lei nº 6.404/76.

Para os fins do disposto no *caput* do artigo 12, o parágrafo 1º caracteriza como negociação relevante o negócio ou o conjunto de negócios por meio do qual a participação direta ou indireta das pessoas referidas no *caput* ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5%, 10%, 15%, e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social da companhia aberta.

Portanto, a obrigação de informar surge não só quando efetivamente se adquire ou aliena a participação relevante de 5% ou mais, como também quando se contrata um direito sobre ações e demais valores mobiliários que represente participação relevante.

Nesse sentido, devem ser consideradas as debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição, direitos de subscrição de ações, opções de compra de ações e quaisquer outros valores mobiliários representativos ou passíveis de conversão em ações ou ainda quaisquer contratos que possam resultar no exercício de direitos que tenham como base ações de emissão de companhia aberta.

Desse modo, estão também abrangidos os instrumentos financeiros derivativos referenciados em espécie ou classe de ações representativas do capital social da companhia aberta. Nesses casos, o parágrafo 3º, do artigo 12, da Instrução CVM nº 358 (com redação dada pela Instrução CVM nº 568), estipula que:

- as ações diretamente detidas e aquelas referenciadas por instrumentos financeiros derivativos de liquidação física serão consideradas em conjunto para fins da verificação dos percentuais caracterizadores de negociação relevante;
- as ações referenciadas por instrumentos financeiros derivativos com previsão de liquidação exclusivamente financeira serão computadas independentemente dos direitos sobre ações e demais valores mobiliários que representem participação relevante, para fins de verificação dos percentuais caracterizadores de negociação relevante;
- a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que confirmem exposição econômica às ações não pode ser compensada com a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que produzam efeitos econômicos inversos; e
- as obrigações de divulgação de aquisição ou alienação de participação acionária relevante não se estendem a certificados de operações estruturadas – COE, fundos de índice de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros derivativos nos quais menos de 20% de seu retorno seja determinado pelo retorno das ações de emissão da companhia.

Os *American Depositary Receipts* – ADRs, *Global Depositary Receipts* – GDRs, e outros valores mobiliários de empresas brasileiras emitidos e/ou listados no exterior ao amparo da regulamentação estrangeira também devem ser considerados para fins da divulgação do art. 12 da Instrução CVM nº 358, na medida em que são títulos representativos de ações de companhias abertas brasileiras.

Além de informar a posição relevante inicial, incumbe ao adquirente ou alienante a obrigação de enviar comunicado à companhia sempre que houver variação também considerada relevante (5%, 10%, 15% e assim sucessivamente).

Alerta-se que a variação da participação acionária refere-se à aquisição, alienação ou extinção de ações e direitos sobre ações tanto na modalidade onerosa (compra e venda, permuta e empréstimo) como gratuita (doação).

Nota-se que, para o cálculo do percentual, deve-se considerar o empréstimo ou aluguel de ações⁵² e que a participação relevante deve ser computada de forma específica em relação à classe ou espécie das ações, de modo a qualificar a participação, permitindo

52 A obrigação de comunicar a participação relevante parcial ou integralmente composta por ações tomadas por empréstimo ou aluguel é aplicável independentemente do fim a que essas operações se proponham, devendo a declaração

a identificação de direitos a ela atribuída.

Ainda, deve ser considerado que o aumento ou redução na participação relevante pode se dar tanto por investidor individual como também por grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse. São exemplos de ligação entre acionistas: (a) vínculo em razão de parentesco, contrato ou acordo de acionistas que disponha sobre direito de voto; (b) duas ou mais sociedades que estejam sob controle comum; (c) sociedade e seu controlador direto ou indireto; (d) fundo exclusivo e seu único cotista; e (e) hipóteses em que haja gestão discricionária comum de recursos.

Caso a participação acionária relevante tenha sido alcançada por investidores agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse, a declaração deve discriminá-los, um a um, com indicação das respectivas participações, mesmo se nenhum desses investidores detiver ou movimentar o percentual relevante individualmente. Também deve identificar os investidores com participação indireta no capital social da companhia aberta e indicar a participação total detida, direta e indiretamente, por eles.

Ainda, caso a participação relevante seja alcançada por um conjunto de investidores sob gestão discricionária comum, a declaração a ser prestada pelo administrador deverá identificar o gestor e indicar a participação acionária total detida, em conjunto, pelos fundos e carteiras sob sua gestão.

As “Declarações de Aquisição de Participação Acionária Relevante” bem como as “Declarações de Alienação de Participação Acionária Relevante” deverão ser imediatamente encaminhadas ao DRI da companhia aberta assim que alcançada a participação relevante.

Assim que as declarações forem recebidas pela companhia, o DRI deverá encaminhá-las via Sistema IPE, categoria “Comunicado ao Mercado”, tipo “Aquisição/Alienação de Participação Acionária (artigo 12 da Instrução nº 358/02)” e espécie “Declaração de alienação de participação acionária relevante – artigo 12 da Instrução nº 358/02” ou “Declaração de aquisição de participação acionária relevante – artigo 12 da Instrução nº 358/02”.

O DRI deverá, igualmente, promover a necessária atualização das informações prestadas sobre o assunto no Formulário de Referência, nos termos dos parágrafos 3º, incisos V e VI, e 4º, inciso III, do artigo 24 da Instrução CVM nº 480.

Ressalte-se também que a obrigação de comunicação (i) aplica-se tanto às negociações realizadas em bolsa de valores e em mercado de balcão, organizado ou não, quanto às

discriminar a parcela das ações detidas pelo acionista que tenha sido adquirida ou alienada por meio de empréstimo de ações.

realizadas sem a interveniência de instituição integrante do sistema de distribuição no Brasil e no exterior; e (ii) estende-se às negociações realizadas direta ou indiretamente pelos acionistas, quer tais negociações se deem através de terceiros, com quem for mantido contrato de fidúcia, ou administração de carteira ou ações.

A participação indireta de que trata a Instrução CVM nº 358 refere-se àquela detida por meio de veículo que esteja sob controle ou influência decisiva do acionista, como nas hipóteses de: (a) sociedade controlada, direta ou indiretamente, pelo acionista; (b) fundo de investimento exclusivo, cujo único cotista seja o acionista; (c) fundo de investimento ou carteira em que as decisões do administrador possam ser influenciadas pelo acionista; e (d) pessoa com quem o acionista mantenha contrato de fidúcia.

Nos exemplos ‘b’, ‘c’ e ‘d’ é o investidor quem deve proceder à divulgação da declaração, tendo em vista o conjunto de ações por ele detidas direta e indiretamente. Já nas hipóteses em que a participação indireta se dá por meio de outras sociedades, como no exemplo ‘a’ acima, a participação indireta somente deve ser levada em consideração, para fins de cumprimento do art. 12 da Instrução CVM nº 358, nos casos em que a participação relevante for atingida, aumentada ou reduzida por grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse.

Dessa forma, se um investidor X não detiver nenhuma outra participação acionária direta ou indireta, mas for acionista controlador da sociedade Y, que, por sua vez, atinge participação correspondente a 5% (ou múltiplos) das ações ordinárias ou preferenciais da companhia, é a sociedade Y quem deve proceder à divulgação da declaração prevista no art. 12 da Instrução CVM nº 358, não estando o investidor X obrigado a realizar outra declaração para divulgar sua participação indireta no capital da companhia.

Por sua vez, caso o investidor X detenha participação direta na companhia e seja, ainda, acionista controlador da sociedade Y, que também detém participação na companhia, é o investidor X quem deve proceder à divulgação da declaração prevista no art. 12 da Instrução CVM nº 358, caso o somatório dessas participações atinja 5% (ou múltiplos) das ações ordinárias ou preferenciais da companhia.

De acordo com o art. 20 da Instrução CVM nº 358, a referida obrigação de informar se estende a negociações realizadas indiretamente por intermédio de “*terceiros com quem for mantido contrato de fidúcia ou administração de carteira ou ações*”, ressalvadas, nos termos do parágrafo único do dispositivo, as negociações realizadas por fundos sob gestão discricionária.

Importante notar que mesmo nos casos em que as operações se deem por meio de terceiros contratados, sejam eles administradores, gestores ou representantes de investidores não residentes, a obrigação de divulgação de informações previstas no art. 12 permanece sendo do investidor, considerando a totalidade de suas negociações diretas e indiretas.

Assim como em relação às movimentações mensais previstas no art. 11, a comunicação de participação relevante nos moldes do art. 12 deve ser enviada ao DRI, que a retransmitirá à CVM e à bolsa de valores.

Recomenda-se que a divulgação se dê, no caso de aquisição de ações em bolsa de valores e em mercado de balcão, até o início do pregão seguinte ao da liquidação física da operação. No caso em que se verifique a celebração de contratos que possam resultar no exercício de direitos que tenham como base ações que, considerando a participação já detida pelo investidor, venham a representar percentual relevante da espécie ou classe de ações de emissão de companhia aberta, a divulgação deve se dar no dia da celebração do contrato.

A comunicação de participação relevante em debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição, outros direitos de subscrição de ações e opções de compra de ações ou de valores mobiliários conversíveis em ações deverá ser promovida tanto no momento de sua aquisição quanto por ocasião de seu exercício ou conversão em ações ou, se for o caso, de sua alienação ou não exercício.

O prazo para a comunicação é o mais curto possível, ou seja, a informação deve ser prestada imediatamente após o atingimento do percentual de 5% (ou múltiplos).

16.4. Uso Indevido da Informação.

Como abordado na introdução, o princípio do *full disclosure* tem como um de seus objetivos justamente o de evitar a assimetria de informações no mercado e o prejuízo aos investidores que não tenham acesso às informações de forma completa. Com a transparência das informações, visa-se a evitar a utilização indevida da informação, cuja forma mais comum e combatida é o *insider trading*.

A utilização indevida de informação privilegiada é um dos temas mais recorrentes do mercado de valores mobiliários, sendo a importância de seu combate sempre destacada pela CVM, na qualidade de órgão fiscalizador. A CVM não apenas fiscaliza o mercado e penaliza os infratores, mas, em seus julgados, dá importantes orientações acerca da matéria.

16.4.1. Insider Trading.

O combate ao ilícito de *insider trading* decorre do princípio do *full disclosure* e visa à proteção do mercado, prezando para que todos os que atuem no mercado de valores mobiliários possuam as mesmas informações à sua disposição. A prevenção ao ilícito de *insider trading* tutela, portanto, a simetria informacional, uma vez que este pode ser considerado uma espécie de prática não equitativa, tanto que, era assim tipificado antes

da edição da Instrução CVM nº 31/84 (a primeira que regulamentou especificamente o *insider trading* no mercado nacional).

A gravidade do *insider trading* pode ser demonstrada pelo fato de que, além de ilícito administrativo, sua prática constitui também crime, tipificado no art. 27-D da Lei nº 6.385/76:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

O ilícito de *insider trading*, como se sabe, atualmente é tipificado pelo art. 155 da Lei nº 6.404/76⁵³, tendo sido regulamentado, pela Instrução CVM nº 358, em seu art. 13⁵⁴. Os requisitos do ilícito são a existência de negociação e posse de informação privilegiada (elementos objetivos) e a intenção de auferir vantagem indevida com tal informação (elemento subjetivo), detalhados a seguir.

53 Lei nº 6.404/76:

“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.

(...)

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.” (grifos nossos)

54 Instrução CVM nº 358/02:

“Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

§2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do caput se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento.” (grifos nossos)

Existência de informação privilegiada:

A inexistência de fato relevante por si só já é suficiente para a descaracterização do ilícito de *insider trading*, pois, não havendo informação relevante, não há como existir o ilícito de *insider*, que significa justamente a negociação de valores mobiliários por conta da detenção de informação relevante e sigilosa a respeito da companhia aberta. A CVM, por diversas vezes, já absolveu acusados do ilícito de *insider trading* justamente por entender que não havia, no caso, fato relevante ainda não divulgado ao mercado⁵⁵. Do mesmo modo, já absolveu com base no fato de que a informação já era de domínio público e que a aquisição se deu com base em análise de elementos de amplo conhecimento⁵⁶.

Como o *insider* surge da negociação em desequilíbrio de informações, não sendo caracterizada a existência de informação relevante pendente de divulgação, não há que se falar em assimetria informacional e, por consequência, *insider trading*.

Detenção e Intenção de tirar proveito indevido da informação privilegiada:

A avaliação da detenção de informação privilegiada e a intenção de dela tirar proveito indevido é normalmente realizada por indícios e admite presunções por parte da CVM.

As presunções de acesso à informação privilegiada admitem, sempre, prova em contrário (i.e., são presunções *juris tantum*), mas variam em sua intensidade a depender da função ou posição do acusado de *insider* na companhia cujas ações foram negociadas.

Os *insiders* se subdividem em primários (que possuem acesso direto às informações da companhia, como membros de sua administração e acionistas controladores) e secundários ou de mercado (os “*tippees*”, que recebem informações privilegiadas de terceiros). Há ainda os *insiders* temporários, pessoas que, por relação profissional ou de fidúcia passam a ter acesso às informações da companhia (como advogados ou auditores), que estão em um contexto mais cinzento, mas muitas vezes são equiparados aos *insiders* primários para aplicação de presunção de conhecimento da informação privilegiada.

Contra o *insider primário*, pelo fato de ele obter informações diretamente na companhia e possuir relação de fidúcia com ela, recai presunção *juris tantum* de conhecimento da informação e da circunstância de ela ser privilegiada. Nesses casos, o grau de presunção aplicado pela CVM é alto, cabendo ao acusado provar sua ausência de acesso à informação privilegiada.

55 Vide PAS RJ 2008/9022, j. 09.02.2010 e o PAS 25/04, j. 30.09.2008.

56 Vide PAS CVM 06/2003 e PAS SP 2005/155.

Apesar de essa presunção poder ser afastada com a demonstração pelo acusado de que a negociação não guardou relação com a suposta detenção de informação privilegiada, observa-se dos precedentes recentes em que é difícil ao acusado elidir a presunção. Dessa forma, quando há negociação por *insider* primário em período suspeito, apesar de essa negociação ser fundamentada e não ter por base a detenção de informação privilegiada, a acusação pode ser inevitável, diante da força da presunção adotada.

Quanto à prova de acesso à informação privilegiada, até recentemente, ela era exigida pela CVM para condenar, por vezes até mesmo para o *insider* primário. No entanto, a partir de 2008 (com o julgamento do PAS CVM nº 24/2005), o Colegiado da CVM passou a entender pela desnecessidade de se realizar essa prova direta, podendo o acesso à informação ser presumido em razão de indícios, tais como a utilização de interposta pessoa, a intensidade das negociações no período suspeito e falta de habitualidade de negociar.

A comprovação de ausência de detenção de informação privilegiada por um *insider* primário pode ser sempre produzida pelo acusado, ainda que seja difícil elidir sua aplicação. Como exemplo, no PAS 19/2006, julgado em 2010, o acusado (que era assessor financeiro da operação) foi absolvido por não ter ficado comprovada a efetiva detenção de informação privilegiada. Do mesmo modo, no PAS 22/2006, funcionários da Embraer foram absolvidos por não terem sido listados pela companhia entre aqueles que tinham conhecimento da operação e, no PAS RJ2003/5669, o controlador (que também era diretor e vice-presidente da companhia) foi absolvido por não ter sido comprovada a detenção de informação privilegiada no momento das negociações.

No entanto, no julgamento do PAS RJ2009/13459, em 2010, a presunção de detenção de informação privilegiada foi tal que, mesmo o responsável pela negociação não tendo tido acesso à informação, houve condenação, tendo em vista que outros funcionários do mesmo conglomerado financeiro teriam tido acesso à informação tida por privilegiada pela CVM.

Os indícios mais utilizados para avaliar a existência de *insider trading* são os seguintes: (i) intensidade das operações em período suspeito; (ii) existência ou não de habitualidade na negociação do papel; (iii) existência de fundamento para as operações. Importante mencionar que, recentemente, a CVM passou a analisar também as gravações das ordens de negociação entre cliente e corretora a fim de verificar indícios de utilização de informação privilegiada.

No entanto, pode ser comprovado pelo acusado que a sua negociação não ocorreu por conta da detenção de informação privilegiada. Em precedente (PAS 11/2008, j. 21.08.2012), um dos acusados foi absolvido porque, apesar de suas compras terem sido expressivas, foi reconhecido que elas estavam dentro de seu perfil de investimento e

possuíam justificativas legais, como a existência de informações públicas⁵⁷.

Daí a necessidade de se registrar em detalhes a fundamentação econômica das operações, incluindo análises e informações públicas, como forma de justificar as operações, se estas forem questionadas pela CVM.

Intenção de tirar proveito indevido da informação:

Por último, há também o requisito subjetivo do *insider*, qual seja, a intenção de auferir proveito indevido, para si ou para terceiro, da informação privilegiada. Tal requisito encontra-se expresso no art. 155 da Lei nº 6.404/76. No entanto, como tal requisito não consta expressamente do art. 13 da Instrução CVM nº 358, há alguma discussão sobre se a norma retirou ou não o elemento subjetivo do ilícito de *insider*.

No melhor entendimento e condizente com o sistema jurídico nacional, a vedação de negociar prevista no art. 13 da Instrução CVM nº 358, por definição, comporta prova em contrário. Apesar de se partir da pressuposição de que os terceiros relacionados no dispositivo em análise que tenham acesso à informação privilegiada e negociem antes da divulgação de ato ou fato relevante o tenham feito com a intenção de auferir vantagem econômica, não se pode afastar a possibilidade legal de defesa para que tal presunção seja afastada.

Conforme salientado em voto do Diretor Otávio Yazbek, no julgamento do PAS CVM nº RJ2010/4206, ocorrido em 23 de agosto de 2011, “*a própria natureza dos agentes ali referidos faz com que tal presunção deva ser considerada uma presunção juris tantum, sendo assim, passível de afastamento*”, daí porque a prova de que a negociação não se deu para tirar proveito de qualquer informação é suficiente para determinar o arquivamento de investigação ou a absolvição de acusado.

Isso porque o direito punitivo, via de regra, não admite presunção que não possa ser elidida, sob pena de se caracterizar responsabilidade objetiva, inadmissível em um processo sancionador.

Não por outra razão, até mesmo dispositivos que em primeira leitura pareceriam prever responsabilidade objetiva (tais como aqueles que exigem a indicação de diretor responsável por tal ou qual área) somente justificam condenação quando concretamente se comprova a culpa própria do acusado.

É, portanto, requisito de validade de uma sanção administrativa a comprovação da culpa do acusado, donde, se o administrado não agiu com dolo ou culpa, a Administração Pública não pode sancionar sua conduta. Seja qual for a vedação prevista na norma, há obrigatoriamente análise da intenção do acusado, mesmo não

57 A presunção de ilicitude devido à representatividade das negociações também foi afastada em outros processos, tais como o PAS 19/2006, PAS 22/04 e RJ2004/0852.

constando de forma expressa no art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358, impõe-se a necessidade de verificação da intenção do agente.

Em decisão de novembro de 2014, a Diretora Luciana Dias, ao comentar em seu voto a decisão do Colegiado no processo anteriormente mencionado (PAS CVM nº RJ2010/4206), foi expressa ao afirmar que não se pode deixar de analisar a intenção do agente, mesmo ela não estando expressa no art. 13, § 1º da Instrução 358/02. Esclarece que o regulador não teve a intenção de vedar as negociações objetivamente⁵⁸.

E, em decisão de janeiro de 2015, no PAS CVM nº RJ2013/5793, a Diretora Relatora Luciana Dias destacou em seu voto que o art. 13 e seus parágrafos estabelecem presunções e invertem ônus da prova, mas tais presunções não são capazes de transformar o tipo em infração objetiva. Por isso, discorda da acusação que entende que o art. 13 estabelece um “período de vedação” à negociação, em que os agentes estariam objetivamente impedidos de negociar. Fica claro, ainda, no voto da Diretora, que o art. 13 trata de regulamentação do art. 155, §§ 1º e 4º da Lei das S.A., que tipifica o *insider trading*⁵⁹.

58 “9. Pelo que pude verificar, uma única vez, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/4206, julgado em 23.8.2011, o Colegiado da CVM reconheceu que, em uma leitura mais ampla, os comandos da Instrução CVM nº 358, de 2002, poderiam regulamentar não só o art. 155 da Lei nº 6.404, de 1976, mas também outros dispositivos legais – no caso, os artigos 4º e seus incisos, 8º, incisos I e III, 18, inciso II, letra ‘a’, e 22, § 1º, incisos I, V e VI, da Lei nº 6.385, de 1976. Esses dispositivos seriam a base da competência da CVM para vedar determinadas operações no mercado, em determinadas condições.

10. **A leitura isolada de certos trechos do voto condutor desse processo, relatado pelo Diretor Alexsandro Broedel, poderia levar à conclusão de que a Instrução CVM nº 358, de 2002, veda operações por aqueles que detêm informação privilegiada, sem levar em consideração a intenção dos agentes quando negociaram. Essa interpretação teria sido uma inovação possível, mas não sei se desejável nos precedentes da CVM.**

11. **Possível porque acredito que, com base nos dispositivos citados da Lei nº 6.385, de 1976, a CVM teria o poder de vedar certas negociações. Mas, indesejável porque, em minha opinião, a intenção de lesar o mercado é um elemento que não deve ser desprezado na aplicação da Instrução CVM nº 358, de 2002.**

12. **Mas, mais importante do que as minhas considerações, é o fato de que o Colegiado, mesmo neste único caso em que reconheceu fundamentos mais amplos para a Instrução CVM nº 358, de 2002, absolveu o acusado porque a sua intenção não era a de obter vantagem com a negociação, mas, sim, de servir a um cliente, ou seja, o Colegiado levou em consideração a intenção do acusado⁶.**

13. **Com isso, não vejo uma implicação prática nesse reconhecimento. Se, mesmo diante desse embasamento legal mais amplo, a intenção dos agentes foi o elemento que determinou a absolvição, o precedente mencionado não muda a análise até então exigida dos casos de uso indevido de informação privilegiada.**

14. **Assim, reconheço a possibilidade teórica de um embasamento jurídico mais amplo da Instrução CVM nº 358, de 2002, com base em dispositivos da Lei nº 6.385, de 1976, mas não acredito que a intenção do regulador quando concebeu referida instrução foi a de vedar objetivamente certas negociações, desprezando a intenção dos agentes, por isso, tal reconhecimento não implica qualquer mudança na análise dos casos dessa natureza.” (trecho do voto da Diretora Luciana Dias no PAS CVM nº RJ2012/13047, j. 04.11.2014), grifos nossos**

59 “11. **As regras contidas no art. 13, e seus parágrafos, da Instrução CVM nº 358, de 2002, vedam a negociação de valores mobiliários por quem detém informação privilegiada³, regulamentando o comando contido no art. 155, parágrafos 1º e 4º, da Lei nº 6.404, de 1976⁴.**

12. **O art. 13 e seus parágrafos estabelecem algumas presunções para facilitar o processo de construção da acusação pela CVM. Tais presunções invertem o ônus da prova, transferindo ao agente o dever de trazer evidências em contrário. No entanto, essas presunções não tornam tais condutas infrações objetivas⁵.**

13. **Em razão disso, discordo da afirmação de que o art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, estabelece um “período de vedação”, que antecede a divulgação de ato ou fato relevante e no qual a companhia, seus administradores e demais agentes nele mencionados estariam objetivamente impedidos de negociar valores mobiliários. Consequentemente, entendo ser incorreta a identificação de um ilícito correspondente à “negociação em período vedado”, tal como fez a Acusação.**

Como se vê, entender de forma diferente – diga-se, que o art. 13 da Instrução nº 358/02 estabelece uma vedação absoluta para negociar, independentemente da intenção de tirar proveito – tornaria o dispositivo em questão ilegal.

A necessidade de se analisar o elemento volitivo em casos de *insider trading* (mesmo quando o tipo imputado é o de infração ao art. 13 da Instrução CVM nº 358) está clara tanto em outros precedentes da CVM⁶⁰ quanto em precedentes do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN.

Dessa forma, mesmo quando há apenas a acusação de infração ao art. 13 da Instrução CVM nº 358, não é possível entender que a presunção do tipo ali previsto não admita prova em contrário, em respeito ao princípio da culpabilidade e da inaplicabilidade de responsabilidade objetiva em seara administrativo-sancionadora.

16.4.2. Negociação em Período Vedado.

Além das hipóteses de vedação à negociação estipuladas no art. 13, *caput* e §§ 1º, 2º e 3º, I da Instrução CVM nº 358, em que há, necessariamente, por parte do agente, conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante ainda não publicado, a norma estabelece, nos §§ 3º, II, 4º e 5º, vedações à negociação em situações em que não necessariamente há informação privilegiada. Tal cerceamento do direito de livre negociação se justifica em razão do bem jurídico tutelado pela norma: a higidez do mercado de capitais.

A vedação à negociação por acionistas, administradores e pela própria companhia enquanto estiver em curso programa de recompra de ações da companhia (§ 3º, II), no período que antecede a publicação de demonstrações financeiras (§ 4º) e no período relevante para definir condições de negócios divulgados em fatos relevantes (§ 5º),

14. A irregularidade de que trata o art. 13 é a de uso indevido de informações privilegiadas e os elementos objetivos e subjetivos desse ilícito administrativo devem estar fundamentados na acusação por meio de robusto conjunto probatório ou devem estar presumidos, quando tal presunção for possível nos termos da regulamentação em vigor.⁶

15. Corroborando esse entendimento, observo que o próprio art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, apresentou em seus parágrafos 6º e 7º situações excepcionais nas quais mesmo os detentores de informações privilegiadas poderão negociar valores mobiliários de emissão da companhia junto à qual atuam.” (voto da Diretora Relatora Luciana Dias no PAS CVM nº RJ2013/5793, j. 27.01.2015), grifos nossos

60 Veja-se, para referência e em complemento aos precedentes já citados, as seguintes decisões em que se reconheceu que o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 pressupõe a comprovação do elemento intencional (i.e., intenção de se beneficiar com informação privilegiada): (i) no PAS CVM nº RJ2013/11654, julgado em 23 de setembro de 2014, a Diretora Relatora Ana Noveas destacou que só há *insider trading* quando restar demonstrado o dolo em se obter lucro e que não se pode considerar o *insider* um ilícito objetivo; (ii) no PAS CVM nº 17/02, julgado em 25 de outubro de 2005, o então Diretor Wladimir Castelo Branco Castro afirmou categoricamente que o art. 13 não pode ser interpretado como uma vedação absoluta, tão só como um dispositivo que estabelece uma presunção (de uso indevido de informação privilegiada), que admite prova em contrário; (iii) a necessidade de existência do elemento volitivo para a existência de *insider trading* foi também destacada no acórdão do Recurso CRSFN nº 9703, originário do PAS CVM nº 17/02; (iv) do mesmo modo, no Recurso CRSFN nº 8253 (originário do PAS CVM nº 18/2001), os acusados foram absolvidos da acusação de *insider trading* justamente porque foi reconhecido que a negociação não foi motivada pela suposta detenção de informação privilegiada; e (v) também o PAS CVM nº 33/00, em que o então Diretor Wladimir Castelo Branco Castro manifestou-se no sentido de que há elementos que são pressuposto do ilícito, dentre eles a intenção de obter vantagem indevida.

impede a realização de operações potencialmente prejudiciais ao mercado.

Importante destacar que tradicionalmente essa vedação à negociação sempre foi considerada absoluta. No entanto, em precedente julgado em novembro de 2014 (PAS CVM nº RJ2012/13047, julgado em 04.11.2014), dois dos acusados foram absolvidos porque ficou comprovado que negociaram antes do recebimento do e-mail interno com a prévia das demonstrações financeiras da companhia. Dessa forma, apesar de terem realizado negociação no período vedado, ficou comprovado que não estavam de posse de nenhuma informação relevante relacionada às demonstrações financeiras.

Deve-se atentar para o fato de que o § 7º do art. 13 da Instrução CVM nº 358 excetua a vedação imposta pelo inciso II do § 3º nos casos em que a negociação for realizada de acordo com a política de negociação da companhia, previamente aprovada nos termos do art. 15 da Instrução CVM nº 358.

No entendimento da Diretora Luciana Dias, proferido no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/5793, ocorrido em 27.01.2015, o objetivo do § 7º é

“justamente oferecer conforto àquelas pessoas expostas a informações privilegiadas com bastante frequência, mas que também têm um interesse legítimo de negociar com valores mobiliários da companhia”, oferecendo aos agentes, a oportunidade de “adiantarem suas decisões negociais para antes do conhecimento de informações relevantes, estabelecendo os parâmetros para essas negociações sem influência da informação privilegiada”.

É importante destacar também, que as políticas de negociação “devem prever parâmetros de negociação precisos que eliminem ou minimizem a discricionariedade dos agentes”, razão pela qual as “datas, quantidades e preços (quando não for adotado de mercado) devem ser, no mínimo, determináveis com alguma exatidão”.

A importância da prevenção à negociação em período vedado se reflete na supervisão temática adotada pela CVM no Plano Bial relativo ao período de 2015 a 2016, em que é dada especial atenção à análise de negociações realizadas no período que antecede a publicação de informações financeiras trimestrais (ITR) e anuais (DFP) das companhias (art. 13, § 4º, da Instrução CVM nº 358).

Como informado no capítulo 11 do Ofício-Circular da SEP, desde 2014 a superintendência vem analisando 100% das negociações realizadas pelos administradores, acionistas controladores diretos e pela própria companhia, ocorridas no período de 15 dias que antecedem a divulgação de ITR e DFP.

17

DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA

CARLA MIRANDA GODOY

BACHAREL EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO (UERJ), MESTRE EM DIREITO SOCIETÁRIO PELA UNIVERSIDADE PANTHÉON-ASSAS (PARIS 2). ATUOU POR 13 ANOS NA ÁREA CONTENCIOSA DE PINHEIRO NETO ADVOGADOS, ALÉM DE TER REALIZADO UM PROGRAMA DE INTERNSHIP NO PDGB AVOCATS, EM PARIS. ATUALMENTE É BRASIL HEAD DE LITIGATION & ENFORCEMENT NO BNY MELLON.

FLÁVIO MAIA FERNANDES DOS SANTOS

FORMADO EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO (UERJ) E EM ADMINISTRAÇÃO PELA FGV-EBAP, COM MESTRADO NA NEW YORK UNIVERSITY SCHOOL OF LAW. CONSELHEIRO DO CRSFN - CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL NOS PERÍODOS 2006/2007 E SET./2014 A SET./2017. FOI PROCURADOR DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) E, MAIS TARDE, DO ITAÚ UNIBANCO. DURANTE VINTE ANOS FOI COORDENADOR/PROFESSOR DE CURSOS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. É DIRETOR FINANCEIRO DO INSTITUTO DOS ADVOGADOS DE SP (IASP).

17.1. Introdução

Nos últimos séculos, o desenvolvimento da atividade comercial no mundo ocidental foi calcado na autonomia patrimonial de sociedades com personalidade jurídica própria e na limitação da responsabilidade dos sócios, como forma de resguardar o patrimônio do sócio não investido na empresa e impedir que os riscos inerentes à não limitação inviabilizassem o aporte de recursos à atividade produtiva.

No Brasil, a partir do Decreto nº 3.708, de 1919, que regulou as sociedades por quotas de responsabilidade limitada, passou a haver legislação específica sobre o assunto. Atualmente, o princípio da autonomia da personalidade jurídica é consagrado pelo artigo 1.052 da Lei nº 10.406/02 (“Código Civil”)¹, no que diz respeito às sociedades limitadas, e pelo artigo 1º da Lei nº. 6.404/76 (“LSA”)², no que se refere às sociedades anônimas.

Ambos os dispositivos legais deixam claro que a responsabilidade do sócio que mobiliza o seu capital com o propósito de constituir empresa, gerando atividade produtiva, deve se limitar ao valor de suas cotas ou ações. Estas, por sua vez, integram o capital social da sociedade, que é facilmente identificável no contrato ou estatuto social, documentos a que a lei confere ampla publicidade.

Ao longo dos últimos anos, no entanto, a limitação da responsabilidade dos sócios tem sido ameaçada pela excessiva e desarrazoada aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica. Tal instituto, que tem reconhecida utilidade para os casos de fraudes, vem sendo aplicado de forma que extrapola seus objetivos ante o mínimo indicio de insuficiência patrimonial das sociedades, sobretudo em casos que envolvem Direito trabalhista, tributário, consumerista, ambiental, administrativo e até penal.

A tendência de ampliação da responsabilização tem atingido não apenas os sócios, mas também terceiros ligados à empresa, “inclusive o administrador, o contratante, o conselheiro e, em alguns casos, até pessoas sem vínculo contratual com a empresa, como procuradores de sócios”.³ No âmbito do Direito tributário, por exemplo, chega-se a passar ao largo da desconsideração da personalidade jurídica para se aplicar a responsabilização direta de sócios e administradores.

Pode-se constatar, atualmente, que o pêndulo deslocou-se de forma acentuada no sentido de tornar quase uma regra – e não propriamente exceção – a desconsideração da personalidade jurídica, com consequente responsabilização de sócios e administradores, a ponto de doutrinadores cogitarem o “fim da responsabilidade limitada no Brasil”⁴.

1 Art. 1.052, CC. Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social.

2 Art. 1º, LSA. A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

3 SALAMA, Bruno Meyerhof. O fim da responsabilidade limitada no Brasil. São Paulo: Malheiros., 2014, p. 26

4 Id.ib.

Pretende-se aqui trazer reflexões sobre a necessidade urgente de se buscar um ponto de equilíbrio no que diz respeito à questão, a fim de permitir a existência de condições mínimas ao investimento na atividade empresarial, particularmente no que se refere ao mercado de capitais.

17.2. Limitação de responsabilidade como pressuposto do investimento

A legislação societária no Brasil e em diversos países do mundo prevendo responsabilidade limitada de sócios, bem como o êxito atingido pelas sociedades que adotam tal premissa, revelam que não é recente a percepção de que a limitação de responsabilidade é condição para o aporte de recursos na atividade produtiva.

Tal constatação decorre do fato de que a pessoa física ou jurídica que aporta recursos em determinada sociedade não deseja, tampouco aceita, correr o risco de perder a totalidade de seu patrimônio na hipótese de insucesso da atividade, o que é sempre uma possibilidade real, por vezes decorrente de condições de mercado, por exemplo, e, portanto, alheias à sua atuação como sócio ou mesmo ao comprometimento dos administradores.

A intenção do sócio é comprometer, no pior dos cenários, a integralidade do seu investimento, que é a parcela do seu patrimônio destinada àquela determinada atividade produtiva. É evidente que a possibilidade de perda do restante do patrimônio, sobretudo em decorrência de questões que fogem completamente do seu controle – seja no que diz respeito às causas ou aos valores envolvidos – afugenta o investidor, tornando o aporte de recursos excessivamente arriscado e muito menos interessante se comparado com os ganhos decorrentes do rentismo.

Ressalte-se que as dívidas da sociedade, em especial das grandes sociedades e corporações, podem assumir proporções estratosféricas, como é o caso, por exemplo, de um dano ambiental a ser reparado, o que torna a limitação da responsabilidade peça chave de qualquer captação de recursos junto ao mercado.

A limitação da responsabilidade como regra clara e segura, expressamente estabelecida pelos já citados dispositivos legais, mostra-se essencial. Sem um dimensionamento claro de riscos, que permita o controle da diversificação do investimento, não se abrem novas empresas, tampouco se aportam recursos às atividades já existentes, o que inclui a compra de ações por meio do mercado de capitais. O resultado é um financiamento mediado pelo mercado financeiro através do crédito, que é sabidamente mais custoso, concentrador de renda, além de menos propício ao surgimento e desenvolvimento de empresas de diferentes perfis e portes econômicos⁵.

⁵ “Um outro aspecto da questão diz respeito ao custo da atividade econômica, elemento que compõe o preço a ser pago pelos consumidores ao adquirirem produtos e serviços no mercado. Se o direito não dispuser de instrumentos

17.3. Desconsideração da personalidade jurídica como medida eminentemente excepcional

Ao fazer tais afirmativas não se pretende, contudo, negar a importância do instituto da desconsideração da personalidade jurídica como mecanismo de ressarcimento de credores diante de fraudes perpetradas através da utilização da personalidade jurídica. É evidente o avanço que representa a “disregard doctrine” no sentido de permitir a responsabilização pessoal dos sócios cujo patrimônio se confunde com o da pessoa jurídica, em evidente intenção de ocultação e “blindagem”, ou mesmo do sócio que contribuiu decisivamente para o débito em tais condições, em violação à lei, contrato social ou estatutos.

Da mesma forma, e mais recentemente, também parece justificável a desconsideração inversa, para, na via contrária, e como já aceito pela jurisprudência, responsabilizar a sociedade por dívida pessoal do sócio cujos bens, por exemplo, foram integralmente adquiridos por meio da pessoa jurídica.

Nesse sentido, a desconsideração da personalidade jurídica não desconstrói a lógica anterior, nem cria elemento algum de instabilidade ao investimento. Ao contrário, ela se apresenta como resposta a um ato de má-fé, fraudulento por sua natureza, de modo que é plenamente compatível com o aprimoramento da personalidade jurídica e com o controle sobre os riscos que se pretendeu dar ao investidor.

A partir do momento que esse investidor, deliberadamente, usa a personalidade jurídica para descumprir obrigações legais ou contratuais, em ato fraudulento, ele assume o risco de ser pessoalmente responsável pelas dívidas sociais. O mesmo não se pode dizer, contudo, do sócio que, a despeito de seus esforços e da sua idoneidade, não obteve êxito na atividade desenvolvida, risco a que se sujeitam todos aqueles que decidem empreender.

Seguindo essa lógica, o Código Civil (Lei nº 10.406/02)⁶ traz requisitos estritos para a desconsideração da personalidade jurídica, impondo a constatação do desvio de finalidade – ou seja, da utilização da pessoa jurídica para fins alheios ao seu objeto

de garantia para os empreendedores, no sentido de preservá-los da possibilidade de perda total, eles tenderão a buscar maior remuneração para os investimentos nas empresas. Em outros termos, apenas aplicariam seus capitais em negócios que pudessem dar lucro suficiente para construir um patrimônio pessoal de tal grandeza que não poderia perder-se inteiramente na hipótese de futura e eventual responsabilização. Ora, para gerar lucro assim, a sociedade deve reduzir custos e praticar preço elevado.

O princípio da autonomia patrimonial das pessoas jurídicas, observado em relação às sociedades empresárias, socializa as perdas decorrentes do insucesso da empresa entre seus sócios e credores, propiciando o cálculo empresarial relativo ao retorno dos investimentos.”

(COELHO, Fábio. A Teoria Maior e a Teoria Menor da Desconsideração. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB n. 65. São Paulo: Ed. RT, 2014, p. 24.)

6 Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.

social – ou da confusão patrimonial, representada pela falta de clareza na delimitação do patrimônio das pessoas física e jurídica, denotando a intenção de inviabilizar a execução.

O Código Tributário (Lei nº 5.172/66), na mesma linha, exige que o sócio ou o administrador intervenham no ato ou sejam responsáveis pelas omissões que lhe tenham dado origem. Além disso, restringe a aplicação da desconsideração da personalidade jurídica à hipótese de liquidação de sociedade de pessoas, o que exclui todas aquelas de capital aberto, integrantes do mercado de capitais⁷. A segunda opção de responsabilidade pessoal de sócio ou administrador pela obrigação tributária da sociedade é a circunstância de a obrigação em questão derivar de atos praticados com excesso de poderes ou infração à lei, contrato social ou estatutos⁸.

A grande polêmica, no caso, é o conceito de “infração à lei”. Isso porque o termo deu margem à interpretação segundo a qual o não recolhimento de um tributo devido caracteriza per si infração à lei, o que traz ao administrador “por decorrência” uma infração que era originalmente da sociedade. Em princípio, contudo, a intenção do legislador foi regular a “responsabilidade pessoal do administrador” de modo que não bastaria a constatação de infração cometida pela sociedade, mas de ilícito cometido pelo próprio, na condição de administrador. Embora tenha sido essa a interpretação originária dos tribunais brasileiros, houve uma posterior tendência a responsabilizar diretamente sócios e administradores pela simples falta de pagamentos de tributos.⁹

A Lei Concorrencial (Lei nº 12.529/11), por sua vez, também impõe requisitos à desconsideração da personalidade jurídica, a saber, abuso de direito, excesso de poder, infração à lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social. Admite, ainda, a desconsideração na hipótese de má administração, quando esta resultar em falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica¹⁰. Como se pode perceber, condiciona-se a aplicação do instituto a uma ação ou omissão culposa por parte do agente sobre o qual recairá a responsabilidade.

Tem-se, ainda, a Lei anticorrupção (Lei nº 12.846/13)¹¹, que condiciona a desconsideração

7 Art. 134. Nos casos de impossibilidade de exigência do cumprimento da obrigação principal pelo contribuinte, respondem solidariamente com este nos atos em que intervierem ou pelas omissões de que forem responsáveis:

VII - os sócios, no caso de liquidação de sociedade de pessoas.

8 Art. 135. São pessoalmente responsáveis pelos créditos correspondentes a obrigações tributárias resultantes de atos praticados com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatutos:

I - as pessoas referidas no artigo anterior;

II - os mandatários, prepostos e empregados;

III - os diretores, gerentes ou representantes de pessoas jurídicas de direito privado.

9 Id. *ib.*, p. 141.

10 Art. 34. A personalidade jurídica do responsável por infração da ordem econômica poderá ser desconsiderada quando houver da parte deste abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social.

Parágrafo único. A desconsideração também será efetivada quando houver falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração.

11 Art. 14. A personalidade jurídica poderá ser desconsiderada sempre que utilizada com abuso do direito para facilitar, encobrir ou dissimular a prática dos atos ilícitos previstos nesta Lei ou para provocar confusão patrimonial, sendo

da personalidade jurídica à demonstração de abuso de direito, praticado com o intuito de facilitar, encobrir ou dissimular a prática de atos ilícitos ou, ainda, de causar confusão patrimonial.

Contudo, contrariando essa lógica, há a Lei de Crimes Ambientais (Lei nº 9.605/98)¹² e o Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.078/90)¹³ prevendo a chamada Teoria Menor da Desconsideração, segundo a qual bastaria mera prova de insolvência da pessoa jurídica, para que se deferisse e operasse a desconsideração de sua personalidade, independentemente da apuração de desvio de finalidade ou confusão patrimonial.

Muito embora haja certa divergência doutrinária no que diz respeito à legitimidade do parágrafo 5º do artigo 28 do CDC¹⁴, base legal da Teoria Menor, o fato é que recentes decisões do Tribunal Superior de Justiça¹⁵ o aplicam sem hesitação, tornando

estendidos todos os efeitos das sanções aplicadas à pessoa jurídica aos seus administradores e sócios com poderes de administração, observados o contraditório e a ampla defesa.

12 Art. 4º Poderá ser desconsiderada a pessoa jurídica sempre que sua personalidade for obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados à qualidade do meio ambiente.

13 Art. 28. O juiz poderá desconsiderar a personalidade jurídica da sociedade quando, em detrimento do consumidor, houver abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social.

A desconsideração também será efetivada quando houver falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração.

§ 1º (Vetado).

§ 2º As sociedades integrantes dos grupos societários e as sociedades controladas, são subsidiariamente responsáveis pelas obrigações decorrentes deste código.

§ 3º As sociedades consorciadas são solidariamente responsáveis pelas obrigações decorrentes deste código.

§ 4º As sociedades coligadas só responderão por culpa.

§ 5º Também poderá ser desconsiderada a pessoa jurídica sempre que sua personalidade for, de alguma forma, obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados aos consumidores.

14 Zelmo Denari, (In: *Código de Defesa do Consumidor*, Comentários pelos Autores do Anteprojeto; Ed. Forense Universitária; 1991.) um dos autores do anteprojeto da Lei nº 8.078/90, afirma ter havido "*aberratio ictus* da caneta presidencial". Em seu entendimento, o parágrafo que deveria ter sido vetado seria o 5º, e não o 1º, em decorrência da razão do veto, que deixa claro que existiria uma regulação suficiente no *caput*.

15 (i) "AGRAVO REGIMENTAL NO RECURSO ESPECIAL - AÇÃO DE INDENIZAÇÃO POR ATO ILÍCITO - INSCRIÇÃO INDEVIDA - DANO MORAL - CUMPRIMENTO DE SENTENÇA - INSOLVÊNCIA DA PESSOA JURÍDICA - DESCONSIDERAÇÃO DA PESSOA JURÍDICA - ART. 28, § 5º, DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR - POSSIBILIDADE - PRECEDENTES DO STJ - DECISÃO MONOCRÁTICA QUE DEU PROVIMENTO AO RECURSO ESPECIAL. INSURGÊNCIA DA RÊ.

1. É possível a desconsideração da personalidade jurídica da sociedade empresária - acolhida em nosso ordenamento jurídico, excepcionalmente, no Direito do Consumidor - bastando, para tanto, a mera prova de insolvência da pessoa jurídica para o pagamento de suas obrigações, independentemente da existência de desvio de finalidade ou de confusão patrimonial, é o suficiente para se "levantar o véu" da personalidade jurídica da sociedade empresária. (...)

2. "No contexto das relações de consumo, em atenção ao art. 28, § 5º, do CDC, os credores não negocias da pessoa jurídica podem ter acesso ao patrimônio dos sócios, mediante a aplicação da disregard doctrine, bastando a caracterização da dificuldade de reparação dos prejuízos sofridos em face da insolvência da sociedade empresária" (REsp 737.000/MG, Rel. Ministro Paulo de Tarso Sanseverino, Terceira Turma, DJe 12/9/2011).

3. Agravo regimental desprovido."

(AgRg no REsp 1106072/MS, Rel. Ministro MARCO BUZZI, QUARTA TURMA, julgado em 02/09/2014, DJe 18/09/2014.)

(ii) "DIREITO DO CONSUMIDOR E PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. EXECUÇÃO FRUSTRADA. PEDIDO DE DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA. INDEFERIMENTO. FUNDAMENTAÇÃO APOIADA NA INEXISTÊNCIA DOS REQUISITOS PREVISTOS NO ART. 50 DO CÓDIGO CIVIL DE 2002 (TEORIA MAIOR). ALEGAÇÃO DE QUE SE TRATAVA DE RELAÇÃO DE CONSUMO. INCIDÊNCIA DO ART. 28, § 5º, DO CDC (TEORIA MENOR). OMISSÃO. OFENSA AO ART. 535 DO CPC RECONHECIDA.

1. É possível, em linha de princípio, em se tratando de vínculo de índole consumerista, a utilização da chamada Teoria Menor da desconsideração da personalidade jurídica, a qual se contenta com o estado de insolvência do fornecedor, somado à má administração da empresa, ou, ainda, com o fato de a personalidade jurídica representar um "obstáculo ao

a desconsideração da personalidade jurídica, nos casos que envolvem Direito do Consumidor, um verdadeiro (e automático) “passo seguinte” à constatação da incapacidade de pagamento por parte da pessoa jurídica, verdadeira devedora.

Tal disciplina legal é objeto de contundente crítica por parte da doutrina¹⁶, que reconhece, como não poderia deixar de ser, que a sua aplicação implica desestímulo ao investimento, na linha do que foi dito acima. Não tendo sido praticado ato ilegal, violador do estatuto, fraude, ou seja, nenhuma conduta sancionável por parte do sócio ou administrador, a sua responsabilização pelo débito da sociedade deixa de ser um “risco assumido” e, portanto, previsível, para se tornar um risco incontrolável, de proporções desconhecidas, o que, por razões óbvias, afugenta aqueles que pretendem simplesmente investir determinada parcela de seu patrimônio em uma atividade produtiva, especialmente através do mercado de capitais.

17.4. A jurisprudência sobre o tema

Uma análise da jurisprudência brasileira recente revela que, a despeito de ser a autonomia patrimonial das pessoas jurídicas um pressuposto do investimento e do desenvolvimento econômico, a desconsideração da personalidade jurídica vem sendo largamente deferida ao primeiro sinal de fragilidade financeira do executado. Tais decisões, muitas das vezes, não se restringem às hipóteses envolvendo direito do consumidor e ambiental, em que a própria lei consagra a Teoria Menor, mas também avançam nas esferas cível, tributária, dentre outras, contrariando regra expressa de lei, que exige a demonstração da prática de atos fraudulentos por parte do sócio ou administrador.

ressarcimento de prejuízos causados aos consumidores” (art. 28 e seu § 5º, do Código de Defesa do Consumidor).” (REsp 1111153/RJ, Rel. Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, QUARTA TURMA, julgado em 06/12/2012, DJe 04/02/2013.)

16 “Fábio Ulhoa Coelho (In: *Comentários ao Código de Proteção ao Consumidor*, p. 143 e 144): censura o preceito no § 5º, concedendo apenas sua aplicação em matéria de sanções não pecuniárias (proibições de fabricação, suspensão temporária de atividade, etc...), apesar do contrário defluir do texto da lei: “ressarcimento de prejuízo do consumidor”. Por fim salienta que no embate entre o caput e o § 5º, se um tiver que ceder será o parágrafo, não o caput. A interpretação meramente literal, no entanto não pode prevalecer e isto por três razões: Em primeiro lugar, porque contraria os fundamentos teóricos da desconsideração. ... Em segundo lugar, porque uma tal exegese tornaria letra morta o caput do art. 28. ... Em terceiro lugar, porque esta interpretação equivaleria à revogação do art. 20 do CC (“As pessoas jurídicas têm existência distinta da dos seus membros”) em matéria de defesa do consumidor. E se esta fosse a intenção do legislador, a norma jurídica que a operacionalizasse poderia ser direta, sem apelo à teoria da desconsideração.” (GLOBEKNER, Osmir Antonio. Desconsideração da pessoa jurídica no Código de Defesa do Consumidor. *Revista Jus Navigandi*, Teresina, ano 4, n. 29, 1 mar. 1999).

“Se o art. 28 tivesse por caput o § 5º, além dos §§ 2º e 3º, o consumidor estaria tutelado (apenas) em face da separação patrimonial utilizada de forma iníqua ou inadequada.” (SZTAJN, Rachel; Desconsideração da Personalidade Jurídica; *Revista de Direito do Consumidor*, Jun. p. 72.).

“No que se refere ao § 5º do art. 28, é necessário interpretá-lo com cautela. A mera existência de prejuízo patrimonial do consumidor não é suficiente para a desconsideração. O texto deixou o significado em aberto na medida em que assevera que a pessoa jurídica poderá também ser desconsiderada quando sua personalidade ‘De alguma forma’ for obstáculo ao ressarcimento, , leia-se, quando a personalidade jurídica for óbice ao ressarcimento justo do consumidor.”

(ALBERTON, Genacéia da Silva. A Desconsideração da Pessoa Jurídica no Código do Consumidor, Aspectos Processuais. *Ajuris*, v. 19, n. 54, p. 146 - 180, mar. 1992.)

Ainda examinando-se a jurisprudência, constata-se decisões que responsabilizam sócios e administradores por fatos ocorridos em períodos diversos daqueles em que houve detenção de participação acionária ou em que foi exercida a gestão¹⁷. São decisões que claramente não relacionam a conduta das partes envolvidas aos prejuízos eventualmente sofridos pelo credor da sociedade, tornando a situação de incerteza ainda mais grave, pela ampliação bastante significativa – e desarrazoada – dos riscos do negócio.

A esse respeito, Luiz Eduardo Martins Ferreira afirma que “conselheiros de administração e diretores de grandes empresas têm tido suas contas bloqueadas sem que tivessem qualquer participação no fato que deu origem ao pedido de desconsideração”. Acrescenta, ainda, que “dependendo do valor envolvido, muitas vezes é mais fácil para o conselheiro ou diretor atingido, esteja ele no cargo ou não, cumprir a obrigação para não ter a sua conta desbloqueada, ou seja, faz-se justiça por via transversa: cumpre a obrigação quem por ela não é responsável”. O autor concluiu que “esse abuso atinge também os fundos de pensão, fundos de private equity ou venture capital e o BNDES que indicam conselheiros de administração e diretores para as empresas onde têm relevante participação societária”¹⁸.

O exame da jurisprudência revela também um entendimento majoritário no sentido de que as sociedades anônimas, assim como as limitadas, podem ter a sua personalidade jurídica desconsiderada¹⁹. Por vezes, tais decisões mencionam o fato de ser a sociedade

17 “AGRAVO DE PETIÇÃO. EXECUÇÃO TRABALHISTA. DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA. SOCIEDADE ANÔNIMA. RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES. LIMITAÇÃO. A legislação brasileira, ao agasalhar a teoria da desconsideração da personalidade jurídica (arts. 28 do CDC e 50 do CCB), não excepciona de seu alcance o regime jurídico da sociedade anônima. Nesse panorama, por aplicação analógica do art. 1.032 do CCB, a responsabilidade do gestor da S.A., na seara trabalhista, em geral é limitada ao período de sua gestão, desde que nesse período se tenha desenvolvido o contrato de trabalho, estendendo-se ao período de dois anos da averbação de sua destituição do cargo. Cuidando-se, todavia, de situação peculiar em que, evidenciada a negligência na gestão empresarial por pessoas de uma mesma família, em demanda que se arrasta por mais de vinte anos, já havia crédito trabalhista reconhecido e liquidado quando da gestão do ex-diretor, o qual em nenhum momento, embora detivesse conhecimento inequívoco, no curso de sua administração tentou solver. Agravo de Petição a que se empresta provimento para manter a penhora sobre o patrimônio do ex-diretor.” (TRT-10 - AP: 00501199201010006 DF 00501-1992-010-10-00-6 AP, Relator: Desembargador Ricardo Alencar Machado, Data de Julgamento: 11/12/2013, 1ª Turma, Data de Publicação: 19/12/2013 no DEJT.)

“Execução de título extrajudicial Desconsideração da personalidade jurídica Inclusão no polo passivo de membro do Conselho de Administração da sociedade anônima. Possibilidade Ausência de bens da empresa executada para fazer frente aos credores. Responsabilização do administrador mantida Recurso improvido. (...)”

E sem dúvida, não há que se afastar a responsabilidade do recorrente. É indiferente o fato do negócio (contrato e distrato) ter ocorrido antes da sua nomeação como membro do Conselho de Administração. Não trouxe o agravante nenhuma demonstração de que sua responsabilidade se limita a negócios futuros à sua composição no quadro estatutário.”

(TJSP, AI 2162229020148260000, Rel. Des. Souza Lopes, 17ª Câmara de Direito Privado, julgado em 26/01/2015, data de registro 26/01/2015.)

18 FERREIRA, Luiz Eduardo Martins. Desconsideração da personalidade jurídica: uso e abuso. *MPMG Jurídico*, ano I, n. 5, abr./jun. de 2006.

19 “DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA. SOCIEDADE ANÔNIMA. DIRECIONAMENTO DA EXECUÇÃO AOS ADMINISTRADORES. Aplicável na execução trabalhista a desconsideração da personalidade jurídica para alcançar o gestor de sociedade anônima, acionista ou não, ocupante de cargo relevante na empresa. A medida encontra respaldo, entre outros diplomas, no art. 158 da Lei 6.404/76, e no Código de Defesa do Consumidor (Lei 8.078, de 11/12/90), que em seu art. 28 não distingue entre os regimes jurídicos das Sociedades Anônimas e das Sociedades de Responsabilidade Limitada. Possível assim, na falta de bens da sociedade, proceder-se ao sequestro

anônima fechada ou familiar, sugerindo-se que, apenas em tal hipótese, seria possível falar em desconconsideração. Apesar de a aplicação do instituto às companhias abertas não ser muito debatida pelos tribunais, há entendimentos doutrinários admitindo tal hipótese²⁰.

Há também precedentes sugerindo que a desconconsideração apenas pode resultar na inclusão no polo passivo dos sócios controladores ou administradores²¹. Outras admitem a inclusão de sócios minoritários, propondo, porém, a obediência a uma certa “hierarquia” para fins de desconconsideração, priorizando-se os sócios com participação societária mais relevante ou sugerindo, como há mesmo que ser, a necessidade de

do véu corporativo da executada para que siga a cobrança na pessoa de seus gestores, mormente in casu, ante as evidências de que o administrador (Diretor-Presidente) teria se apropriado, fraudulentamente, de importes monetários da empresa. Se o CDC garante a desconconsideração da personalidade jurídica com vistas à defesa do consumidor, com muito mais razão há de agasalhar a pretensão do agravante, que intenta a cobrança de crédito de natureza alimentar. Configuraria inversão dos valores fundamentais tutelados pela Constituição Federal (art. 1º, III e IV) que simples consumidor fosse destinatário de ampla proteção, podendo perseguir o patrimônio dos administradores (art. 28 do CDC), e, igual garantia não se ofertasse a quem efetivamente produziu os bens e serviços com sua força de trabalho. Também o Código Tributário Nacional, acolhe a disregard doctrine, assegurando a responsabilidade de gestores sem fazer distinção entre o regime jurídico das sociedades anônimas e das sociedades de responsabilidade limitada (art. 135). Oportuna e indispensável a incidência no processo trabalhista, da desconconsideração da personalidade jurídica com vistas à garantia de efetividade das decisões judiciais, valendo lembrar que também o artigo 50 do Código Civil em vigor dispõe sobre a responsabilidade dos administradores, com seus bens particulares, em caso de abuso da personalidade jurídica. Agravio provido no particular.”

(TRT-2 - AP: 2639199504602006 SP 02639-1995-046-02-00-6, Relator: RICARDO ARTUR COSTA E TRIGUEIROS, Data de Julgamento: 03/03/2009, 4ª TURMA, Data de Publicação: 20/03/2009.)

Em sentido contrário: “EXECUÇÃO = PENHORA - DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA – BENS DOS ACIONISTAS DE SOCIEDADE ANÔNIMA - INADMISSIBILIDADE.

A responsabilidade dos acionistas limita-se ao preço das ações por eles subscritas ou adquiridas (artigo 1º da Lei das S/A), não respondendo o patrimônio particular do sócio acionista por débitos exclusivos da sociedade. (...)

É de se observar que o acionista responde apenas pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir (Lei nº 6.404/76 - Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas) não podendo, em nenhuma hipótese, ter seu patrimônio particular alcançado para fins de satisfação de débito exclusivo da sociedade (...)”

(TJSP, AG 1202752007 SP, Rel. Des. Renato Sartorelli, 26ª Câmara de Direito Privado, julgado em 13/10/2009, data de registro em 03/11/2009.)

20 “Assim, em se comprovando a presença das situações que a lei - ou mesmo a doutrina e a jurisprudência - entendam que, em determinado caso concreto, possa ser decretada a desconconsideração da personalidade jurídica da companhia, deverá ser atingido o patrimônio do acionista controlador (se este for facilmente identificável). Porém se não o for, então deverá responder pela dívida o acionista majoritário (caso o controle não seja por ele exercido), ou mesmo o acionista com participação reduzida, porém relevante, na sociedade cuja desconconsideração da personalidade jurídica for decretada — ou seja, utiliza-se, aqui, uma linha de raciocínio semelhante à da desconconsideração da personalidade jurídica das demais sociedades empresárias limitadas, em que não se costuma restringir qual o sócio que deverá ou não ser atingido, mas é comum que primeiro se tente buscar bens do patrimônio do sócio majoritário, para somente depois então - em caso de busca infrutífera — ir-se atrás dos bens do sócio minoritário. (...) A possibilidade de a desconconsideração da personalidade jurídica também atingir as companhias de capital aberto é inegável, devendo a leitura do disposto no art. 50 do CC/2002 ser ampla, sempre que configuradas as situações ali previstas - afinal, não há justificativa legal, ou mesmo moral e ética, que possibilite interpretação restritiva ao tema, quando o magistrado se deparar com situação de fraude, abuso de direito, confusões patrimoniais, entre outras. Nestes casos, independentemente do tipo societário - sociedade limitada ou por ações, mesmo as de capital aberto - poderá ser decretada, no caso concreto, a desconconsideração da personalidade jurídica.” (NASCIMBENI, Asdrubal Franco. A Aplicação da Teoria da Desconconsideração da Personalidade Jurídica às Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº. 61, p. 132, 2013.)

21 “CUMPRIMENTO DE SENTENÇA - DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA. SOCIEDADE ANÔNIMA - Encerramento irregular das atividades da empresa executada e insolvência demonstradas Abuso de direito - Art. 50 do Código Civil e Súmula 435 STJ -- No caso de sociedade anônima, os efeitos da execução deve se estender aos sócios controladores/administradores. Recurso não provido.”

(TJSP, AI 00632315020138260000, Rel. Des. Denise Andréa Martins Retamero, 25ª Câmara de Direito Privado, julgado em 01/08/2013 e registrado em 02/08/2013.)

demonstração do envolvimento do minoritário na fraude²².

Vale também mencionar que muitas decisões que desconsideram a personalidade jurídica citam artigos de lei das Sociedades por Ações, especialmente os que preveem a responsabilidade civil de controladores e administradores, como fundamento de sua inclusão no polo passivo²³. Muito embora seja relevante, para fins de desconsideração, demonstrar que as pessoas físicas envolvidas violaram a lei ou os estatutos, o fato é que os institutos não se confundem. No caso da desconsideração, os sócios e administradores respondem por uma dívida da sociedade, enquanto, no caso de sua responsabilidade civil, respondem por uma dívida própria perante a sociedade.

Ainda sobre os precedentes, nota-se um entendimento predominante²⁴ de que é desnecessária a citação do sócio ou administrador responsabilizado, por se entender que ele “substitui” a sociedade no processo, e de que o ideal mesmo é que ele venha a tomar conhecimento da medida ao constatar o bloqueio eletrônico de suas contas bancárias, impedindo, assim, a adoção de medidas com vistas à ocultação dos recursos. Julgados recentes do Superior Tribunal de Justiça (ST) corroboram esse entendimento²⁵.

22 AÇÃO EM FASE DE CUMPRIMENTO DE SENTENÇA - a devedora é pessoa jurídica e teve a personalidade jurídica desconsiderada, para inclusão de sócio no polo passivo, com responsabilidade ilimitada pelo débito da sociedade - inexistência do prazo decadencial - sócio minoritário que não praticou ilegalidade ou fraude na administração da sociedade - sócio imune a responsabilidade ilimitada e solidária - RECURSO DO AGRAVANTE PROVIDO.” (TJSP, AI 0130559-31.2012.8.26.0000, Rel. Des. Berenice Marcondes Cesar, 27ª Câmara de Direito Privado, julgado em 18/09/2012 e registrado em 18/01/2013.)

23 RESPONSABILIDADE DO DIRETOR NA EXECUÇÃO DA SOCIEDADE ANÔNIMA. POSSIBILIDADE. A responsabilização do diretor de Sociedade Anônima encontra respaldo, entre outros diplomas, no art. 158 da Lei 6.404/76, e no Código de Defesa do Consumidor (Lei 8.078, de 11/12/90), que em seu art. 28 não distingue entre os regimes jurídicos das Sociedades Anônimas e das Sociedades de Responsabilidade Limitada. Possível assim, na falta de bens da sociedade, proceder-se ao levantamento do véu corporativo da executada para que siga a cobrança na pessoa de seus gestores, pois se o CDC garante a desconsideração da personalidade jurídica com vistas à defesa do consumidor, com muito mais razão há de agasalhar a pretensão do agravado, que intenta a cobrança de crédito de natureza alimentar. Agravo de Petição a que se nega provimento.”

(TRT-2 - AP: 969199802502009 SP 00969-1998-025-02-00-9, Relator: ANELIA LI CHUM, Data de Julgamento: 10/11/2009, 5ª TURMA, Data de Publicação: 04/12/2009.)

24 “A superação da pessoa jurídica afirma-se como um incidente processual e não como um processo incidente, razão pela qual pode ser deferida nos próprios autos, dispensando-se também a citação dos sócios, em desfavor de quem foi superada a pessoa jurídica, bastando a defesa apresentada a posteriori, mediante embargos, impugnação ao cumprimento de sentença ou exceção de pré-executividade. (REsp n. 1.096.604/DF, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 2/8/2012, DJe 16/10/2012.)”

25 “DIREITO PROCESSUAL CIVIL. AGRAVO REGIMENTAL NO RECURSO ESPECIAL. 1.

OFENSA A DISPOSITIVOS CONSTITUCIONAIS. MATÉRIA ESTRANHA À FINALIDADE DO RECURSO ESPECIAL. 2. DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA. DESNECESSIDADE DE CITAÇÃO DOS SÓCIOS ATINGIDOS. PRECEDENTES. VERIFICAÇÃO DA PRESENÇA DOS REQUISITOS PREVISTOS NO ART. 50 DO CÓDIGO CIVIL. ENUNCIADO N. 7 DA SÚMULA DO STJ. 3. DIVERGÊNCIA JURISPRUDENCIAL. NÃO CARACTERIZADA. 4. AUSÊNCIA DE ARGUMENTOS APTOS A INFIRMAR OS FUNDAMENTOS DA DECISÃO AGRAVADA. 5. AGRAVO REGIMENTAL IMPROVIDO. (...)

3. Segundo a jurisprudência do STJ, a desconsideração da personalidade jurídica, como incidente processual, pode ser decretada sem a prévia citação dos sócios atingidos, aos quais se garante o exercício postergado ou diferido do contraditório e da ampla defesa. Precedentes de ambas as Turmas que integram a Segunda Seção do STJ.

4. Se o agravante não traz argumentos aptos a infirmar os fundamentos da decisão agravada, deve-se negar provimento ao agravo regimental. Precedente.

5. Agravo regimental a que se nega provimento.”

(AgRg no REsp 1459784/MS, Rel. Ministro MARCO AURÉLIO BELLIZZE, TERCEIRA TURMA, julgado em 04/08/2015, DJe 14/08/2015.)

Uma vez executada a medida constritiva, restaria portanto ao sócio ou administrador se opor por meio de embargos, impugnação ao cumprimento de sentença ou exceção de pré-executividade, o que o STJ designa “exercício postergado ou diferido do contraditório e da ampla defesa”, recaindo sobre ele o ônus de provar a ausência dos requisitos legais. Não há, contudo, garantia alguma de que o juiz exigirá a presença dos citados requisitos – ou, ao contrário, se contentará com a insuficiência patrimonial da pessoa jurídica – nem de que, no melhor dos cenários, os seus recursos serão prontamente desbloqueados.

Notam-se, ainda, casos em que foram determinadas sucessivas descon siderações da personalidade jurídica, ou, ainda, descon sideração da personalidade jurídica seguida de descon sideração inversa – nesse caso, para atingir uma outra sociedade da qual o sócio em questão também teria participação societária – enfim, não parece haver limites para que se alcance a satisfação do crédito.

Por fim, causa também preocupação a constatação de que o exame do atendimento dos pressupostos legais não é, como regra, revisto pelo STJ, uma vez que, em grande parte dos acórdãos relacionados ao tema da descon sideração da personalidade jurídica, é feita menção à Súmula 7 do Tribunal²⁶, de modo a se adotar como premissa a “a convicção formada pelo Tribunal de origem”.²⁷

17.5. Os riscos correlatos e a necessidade de equilíbrio

A busca da satisfação do crédito a todo custo, por vezes descon siderando o que prevê o texto da lei, faz com que a descon sideração deixe de consistir em resposta à fraude – ou seja, mecanismo de preservação da autonomia da personalidade jurídica – para se tornar uma espécie de seguro contra o inadimplemento, inserindo elemento de instabilidade ao investimento, através da criação de um risco expressivo para toda e qualquer pessoa que, de alguma maneira, se envolva ou tenha um dia se envolvido com a atividade da empresa.

26 Súmula 7. “A pretensão de simples reexame de prova não enseja recurso especial.”

27 “AGRAVO REGIMENTAL NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA. REDISCUSSÃO. IMPOSSIBILIDADE. SÚMULA 7/STJ. PRECEDENTES. AGRAVO NÃO PROVIDO.

1. A convicção formada pelo Tribunal de origem acerca da presença dos requisitos necessários para ensejar a descon sideração da personalidade jurídica, ante a fundada suspeita de esvaziamento da empresa para impossibilitar o cumprimento das obrigações firmadas, decorreu dos elementos existentes nos autos, de forma que rever o acórdão oburgado, no caso, importaria necessariamente o reexame de provas, o que é vedado em sede de recurso especial, nos termos da Súmula 7 do STJ.

2. Agravo regimental a que se nega provimento.”

(AgRg no AREsp 440.790/SP, Rel. Ministro RAUL ARAÚJO, QUARTA TURMA, julgado em 23/06/2015, DJe 03/08/2015)

Como assinala Bruno Salama,

*“esse problema é particularmente verdadeiro no caso de novos negócios, porque estes têm, sabidamente, maiores chances de quebrar do que negócios já estabelecidos há muito tempo. É nesse sentido que afirmo que a ilimitação de responsabilidade de sócio pode ser considerada um entrave adicional ao empreendedorismo, isto é, à abertura de novos negócios.”*²⁸

Prossegue esse autor:

“a ilimitação de responsabilidade do sócio dificulta não só o financiamento de novos negócios, mas também o financiamento daqueles já em curso. Isso se vê de maneira particularmente clara no que toca à atividade das chamadas sociedades de capital de risco. A expressão sociedade de capital de risco é a tradução ao português do original em inglês, private equity.

As sociedades de capital de risco se dedicam a investir profissionalmente em diversos negócios por um determinado período, geralmente algo em torno de três a seis anos. Tipicamente, uma sociedade de capital de risco compra participação acionária, na maioria das vezes minoritária, com o objetivo de dar ‘fôlego’ financeiro para uma empresa em que se identifica grande oportunidade de retorno econômico. (...) A sociedade de capital de risco que investe espera obter valorização da sua participação societária para posterior venda. (...) Contudo, é pacífico entre os profissionais do setor que o aumento do risco de responsabilização da sociedade de capital de risco por dívidas da empresa em que se faz o investimento pode inviabilizar o modelo de negócios.”²⁹

Arremata o autor:

*“as dificuldades operacionais criadas aos fundos de private equity podem ser um dos motivos que explicam por que, no Brasil, há ainda relativamente pouca atividade daquilo que se convencionou chamar de venture capital. De um modo geral, o venture capital funciona como o private equity – isto é, um investidor (possivelmente uma sociedade de capital de risco) adquire uma participação acionária para dar o fôlego financeiro para que uma empresa possa desenvolver ou expandir novos projetos, na expectativa de posteriormente vender sua participação com lucro. (...) Uma empresa de venture capital se destina a empresas ainda em estágio inicial, as chamadas start-ups. O grande atrativo dessas empresas está em possuírem um projeto de inovação ou tecnologia que apresente enorme potencial de lucro – mas também de fracasso, como sói ser no mundo dos negócios com tudo aquilo que é novo. (...) Segue que a ilimitação de responsabilidade do sócio acaba desincentivando, também o investimento em inovação. Isso não é desejável.”*³⁰

28 Op. Cit., p. 276.

29 Id. Ib.

30 Op. cit., pp. 278-279.

Prova de que os investidores estão atentos a essa realidade são os estudos divulgados pela Latin America Private Equity & Venture Capital Association - LAVCA³¹, segundo a qual, no Brasil, “é crescente o número de ações judiciais em que qualquer um que tenha poderes de decisão é apontado como corresponsável pelos danos causados pela empresa”, de modo que “permanece o alerta de que a lei tem sido aplicada inadvertidamente, o que, sem dúvida, inibe o investidor.”³²

Apesar de líder em captação na América Latina, o Brasil perde posições quando o assunto é insegurança jurídica.

Há também publicações destinadas ao mercado internacional que ressaltam a jurisprudência brasileira excessivamente permissiva, no que diz respeito aos requisitos da desconconsideração da personalidade jurídica, e o seu efeito trágico quanto à captação de investimentos destinados às start ups. Alguns textos chegam a mencionar que, nos países em que impera a teoria da autonomia da personalidade jurídica – grupo do qual o Brasil estaria excluído, por presunção –, a questão do ressarcimento dos credores diante da insuficiência dos bens da sociedade chega a soar “ridícula”³³. Ainda segundo tais textos, nesses países, privilegia-se a riqueza e o emprego gerados pelo investimento seguro, assim entendido aquele que oscila somente com base nas condições de mercado. Já no Brasil, os investidores estariam sujeitos a uma espécie de “roleta russa”.

31 <http://lavca.org/2011/03/15/a-industria-de-private-equity-e-venture-capital-2-censo-brasileiro/>. Data de acesso: 24.08.2015

32 “A possibilidade de responsabilização de administradores e sócios por obrigações não cumpridas pela sociedade era restrita até a década de 90. Hoje, no entanto, é crescente o número de ações judiciais em que qualquer um que tenha poderes de decisão é apontado como corresponsável pelos danos causados pela empresa. E ainda, são cada vez mais áreas alcançadas, passando por questões tributárias, trabalhistas, de consumo, meio ambiente, etc.

É verdade que o Código Tributário Nacional e a legislação trabalhista já há muito permitem a responsabilização pessoal dos sócios, ou a chamada desconconsideração da personalidade jurídica, em certas situações. Todavia, foi a partir da edição do novo Código Civil em 2003, assim como do Código do Consumidor e da legislação ambiental, que o número de ações e, na esteira, de decisões imprecisas e apressadas, teve um crescimento vertiginoso.

De qualquer maneira, em todos os casos a ratio legis é responsabilizar o sócio que age de forma indevida dolosamente, e não simplesmente imputar-lhe sem razão aparente dívida que pertence à sociedade. Felizmente, embora as instâncias inferiores ainda cometam abusos na aplicação das leis, o Superior Tribunal de Justiça (ERESP Nº 260107 / RS) ao julgar a questão relativa a débitos tributários da empresa, decidiu que “o simples inadimplemento não caracteriza infração legal. Inexistindo prova de que se tenha agido com excesso de poderes, ou infração de contrato social ou estatutos, não há falar-se em responsabilidade tributária.”

Da decisão do STJ, inexorável a conclusão de que se faz indispensável a ocorrência de infração por parte do sócio, sem o que não se pode atribuir-lhe responsabilidade por obrigação inadimplida da sociedade. Todavia, permanece o alerta de que a lei tem sido aplicada inadvertidamente, o que, sem dúvida, inibe o investidor.”

(A indústria de private equity e venture capital – 2º Censo Brasileiro. Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009)

33 “In Brazil, however, the word “wager” bears a more dramatic connotation. By the time the above-mentioned investment model was imported from American legal culture it had reached a very mature stage. Founders of start-ups were assured certain rights and undertakings that gave them advantages in relation to investors taking an interest in a business only when the founders’ investment is about to bear fruit. But what happens if a business not only fails to “make it” but also eventually places the angel investor’s equity at risk?

The question might sound ridiculous in countries in which assets are governed by the ‘corporate veil’ or ‘separate personhood’ principle as a pillar of the capitalist economy that fosters private enterprise and creates wealth and employment. Here in Brazil, however, it is a crucial issue. Given the current legal environment here, “disregard of legal entity” doctrine has unfortunately been applied as a matter of course in many cases to companies unable to honor their debts, even in the absence of evidence of fraud, misappropriation or asset comingling. Eventually this has a “Russian Roulette” effect for investors’ wagering on start-ups.”

(<http://neolaw.com.br/challenges-for-angel-investment-in-brazil-2/?lang=en>. Acessado em 06 ago. 2015)

A questão também desperta a preocupação da doutrina nacional especializada, que reconhece que a desconsideração da personalidade jurídica pode se tornar uma faca de dois gumes, já que, se por um lado aumenta a proteção de consumidores, por outro, provoca o risco de desestimular grandes investimentos³⁴.

Nas palavras de Ana Santos, “a aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica tem se tornado uma ‘pedra no caminho’ da indústria de private equity”, uma vez que, “de uns anos para cá, é cada vez mais comum os juízes usarem esse artifício para responsabilizar os sócios e gestores pelas dívidas da empresa, principalmente em processos trabalhistas e tributários”³⁵.

Evidentemente, o risco acrescentado por essa jurisprudência, depois de certo tempo, acaba por ser incorporado aos custos da atividade e, em um segundo momento, passa a estar refletido nos preços ao consumidor, que sofrem majoração. Em última instância, portanto, é o próprio consumidor quem “paga a conta final”.

Também há dificuldades em constituir subsidiária, coligada, etc. Isso porque a intenção de segregação patrimonial - fundamental para que o empresário decida ariscar uma parcela do patrimônio da sociedade - deixa, por vezes, de ser considerada. Outra consequência digna de nota é o estímulo à informalidade das pequenas empresas, criando-se um equivocado senso comum entre os pequenos empresários de que o registro dos documentos societários na Junta Comercial serve não para dar início à personalidade jurídica como previsto pelo artigo 985 do Código Civil³⁶ mas para dar acesso às informações sobre os sócios, para fins de desconsideração da personalidade jurídica. Com isso, o registro é evitado, os impostos deixam de ser recolhidos, não se garantem direitos trabalhistas aos empregados, tampouco se recolhem verbas previdenciárias, o que faz com que a sociedade acabe perdendo a sua função social e os investimentos.

Os efeitos perversos dessas dinâmicas são assim sintetizados por Bruno Salama: “(i) a dificuldade de empresas no recrutamento de integrantes para suas diretorias e conselhos de administração, (ii) o aumento do uso de estruturas de fachada (laranjas, testas de ferro etc.) e, finalmente, (iii) uma plausível redução da propensão para o investimento.”

34 Essa é a opinião da Professora Ana Frazão, da UNB (<http://www.conjur.com.br/2011-out-31/desconsideracao-personalidade-juridica-faca-dois-gumes>). Acessado em 06.08.2015

35 Ana Santos. Disputa Apertada. Carta Capital. <http://www.capitalaberto.com.br/temas/disputa-apertada/#.VcLF2PmlnVI>. Acessado em 24.08.2015.

36 Art. 985. A sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos.

17.6. Incidente de desconsideração da personalidade jurídica no Código de Processo Civil de 2015 e na Reforma Trabalhista de 2017

A Lei nº 13.105/15, que trouxe o Novo Código de Processo Civil, e entrou em vigor em 17.03.2016, reflete a preocupação com as questões ora trazidas à reflexão, uma vez que passou a prever, de modo inédito, o chamado “Incidente de Desconsideração da Personalidade Jurídica” (artigos 133 a 137 do Capítulo IV). Trata-se de marco normativo processual próprio, com o objetivo de, finalmente, garantir a plena aplicação dos princípios constitucionais do devido processo legal, da ampla defesa e do contraditório à questão³⁷.

Afinal, a aplicação “postergada ou diferida” de tais princípios, como regra geral, como vem pregando o STJ, constitui praticamente uma contradição em si. Ora, se o devido processo legal exige o respeito das etapas do processo previstas em lei como pressuposto da privação de bens (“ninguém será privado”) (...) “sem o devido processo legal”), é evidente que a garantia deve anteceder a medida³⁸. Da mesma forma, sendo assegurados a ampla defesa e o contraditório aos “litigantes” e aos “acusados” – termos utilizados quando ainda não há decisão ou condenação – presume-se, por razões lógicas e semânticas, que a medida constritiva deve suceder a garantia, ao menos como regra geral. Portanto, o atual Código de Processo Civil parece em linha com os ditames constitucionais, mitigando algumas críticas feitas à aplicação do instituto da desconsideração da personalidade jurídica.

Oportuno destacar que o art. 133 da referida lei não estabelece os requisitos que devem ser observados para o deferimento do pedido de desconsideração feito pela parte ou pelo Ministério Público, mencionando apenas que devem ser observados pressupostos previstos em lei, no caso, os dispositivos de lei material acima citados³⁹.

Quanto ao “incidente processual”, o Código estabeleceu a necessidade de observância dos princípios do contraditório e do devido processo legal, previamente à apreciação do pedido de desconsideração, o que é absolutamente compatível com a Constituição e com a disciplina prevista nas leis que regem o direito material.

37 Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (...)

LIV - ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal;

LV - aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes;

38 O cerne da questão é o seguinte: é possível desconsiderar a existência da pessoa jurídica sem prévia atividade cognitiva do magistrado, de que participem os sócios ou outra sociedade empresária, em contraditório? A resposta é negativa: não se pode admitir aplicação de sanção sem contraditório. Fredie Didier, <http://www.frediedidier.com.br/wp-content/uploads/2012/02/aspectos-processuais-da-desconsideracao-da-personalidade-juridica.pdf>, acessado em 21.08.2015.

39 “§ 1º O pedido de desconsideração da personalidade jurídica observará os pressupostos previstos em lei.”

Tal determinação representa, sem dúvida alguma, uma inovação, na medida em que contraria a jurisprudência então dominante a respeito do assunto, segundo a qual seria absolutamente desnecessária a citação do sócio, e absolutamente possível, ou mesmo aconselhável, que se promovessem diretamente constrições patrimoniais de modo a impedir que medidas para a ocultação de recursos sejam tomadas.

Ressalte-se que, como o pedido formulado deve ter como premissas os requisitos estabelecidos pela lei para o deferimento do pedido de desconconsideração da personalidade jurídica, é sobre o atendimento ou não a esses requisitos que deve versar a defesa do executado e as provas a serem produzidas, provas essas que não se confundem com as atinentes ao mérito da causa, de modo que parece plenamente justificável a instauração de um incidente apartado.

Um dos grandes desafios do novo CPC tem sido a sua efetiva aplicação em outros processos, tal como determinado em seu art. 15:

“Art. 15. Na ausência de normas que regulem processos eleitorais, trabalhistas ou administrativos, as disposições deste Código lhes serão aplicadas supletiva e subsidiariamente.”

Quando entrou em vigor o CPC em 2016, a CLT era omissa quanto ao incidente de desconconsideração da personalidade jurídica e, apesar de o art. 769 da CLT dispor que, “nos casos omissos, o direito processual comum será fonte subsidiária do direito processual do trabalho, exceto naquilo em que for incompatível com as normas deste Título”, houve manifestações de resistência à aplicação do Novo CPC na área trabalhista, como demonstra o entendimento, à época, de um integrante do mundo acadêmico que também é magistrado trabalhista:

“Destaque-se, a propósito, os artigos 133 a 137 [do novo CPC]. Ora, não está dito expressamente no texto (e por certo não estaria) que cria o “incidente de desconconsideração da personalidade jurídica”, mas é muito claro que o legislador (ou o corpo de processualistas que opinou na formulação do Código) fez essa regulação pensando, exatamente, nos juízes do trabalho, para tentar impedi-los de continuarem atuando de modo a buscar os bens dos sócios quando os bens da pessoa jurídica não são suficientes para satisfazer a execução, sendo que o fazem da maneira necessária para que a medida tenha eficácia, penhorando primeiro e discutindo depois.”⁴⁰

No entanto, com o advento da chamada Reforma Trabalhista – Lei nº 13.469, de 13.07.2017 – o tema veio a ser tratado especificamente em dispositivos inseridos na CLT:

40 Souto Maior, Jorge Luiz. O conflito entre o novo CPC e o processo do trabalho. Disponível em <http://www.anamatra.org.br/index.php/artigos/o-conflito-entre-o-novo-cpc-e-o-processo-do-trabalho>. Acessado em 09.09.2015.

“SeçãoIV

Do Incidente de Desconsideração da Personalidade Jurídica

‘Art. 855-A. Aplica-se ao processo do trabalho o incidente de desconsideração da personalidade jurídica previsto nos arts. 133 a 137 da Lei no 13.105, de 16 de março de 2015 - Código de Processo Civil.

§ 1o Da decisão interlocutória que acolher ou rejeitar o incidente:

I - na fase de cognição, não cabe recurso de imediato, na forma do § 1o do art. 893 desta Consolidação;

II - na fase de execução, cabe agravo de petição, independentemente de garantia do juízo;

III - cabe agravo interno se proferida pelo relator em incidente instaurado originariamente no tribunal.

§ 2o A instauração do incidente suspenderá o processo, sem prejuízo de concessão da tutela de urgência de natureza cautelar de que trata o art. 301 da Lei no 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil).’ “

Como amplamente noticiado, houve entendimento por partes de alguns no sentido de que partes da Reforma Trabalhista não seriam aplicáveis por ofensa à Constituição Federal e a tratados internacionais. Não se chegou a mencionar especificamente a alteração referente ao incidente de desconsideração da personalidade jurídica.

Espera-se, assim, restar definitivamente afastado o excesso de “penhorar primeiro e discutir depois”, incompatível com o Estado Democrático de Direito. O procedimento, tal qual estabelecido no atual CPC e inserido expressamente na CLT, representa inequívoco óbice às decisões de desconsideração tomadas a esmo, sem que tenha havido pedido fundamentado ou que se tenha explicitado as razões de decidir vis-à-vis o texto da lei.

17.7. Aperfeiçoamentos de lege ferenda

Para aumentar a segurança jurídica, seria aconselhável alteração legislativa nos termos do substitutivo do Senado ao Projeto de Lei da Câmara nº 69, de 2014 (PL nº 3.401, de 2008, na Casa de origem), que “Disciplina o procedimento de declaração judicial de desconsideração da personalidade jurídica e dá outras providências”, cuja redação é a seguinte: .

“Art. 1º O art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 50

§ 1º Os efeitos previstos no caput não se estenderão aos bens particulares do sócio que não tenha praticado o ato de abuso da personalidade jurídica.

§ 2º Nas hipóteses em que se admita a desconsideração da personalidade jurídica independentemente do abuso de que trata o caput, os bens do sócio da pessoa jurídica que tenha atuado como mero investidor, sem influência em sua gestão, não serão atingidos.” (NR)

Art. 2º A Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), passa a vigorar acrescida do seguinte art. 137-A:

“Art. 137-A. Nas hipóteses em que se admita a desconsideração da personalidade jurídica independentemente do abuso de que trata o caput do art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), observada a restrição estabelecida em seu § 2º, não serão objeto de constrição os bens do sócio ou do administrador da pessoa jurídica que tiverem sido incorporados ao seu patrimônio pessoal anteriormente ao seu ingresso na pessoa jurídica devedora ou em outra do mesmo grupo econômico, assim como os bens que se sub-rogarem no lugar daqueles bens, salvo:

I – no caso de bens utilizados na atividade da pessoa jurídica;

II – se houver fraude por parte do sócio.”

Art. 3º O art. 855-A da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943, passa a vigorar com a seguinte redação: “Art. 855-A. Aplica-se ao processo do trabalho o incidente de desconsideração da personalidade jurídica previsto nos arts. 133 a 137-A da Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil).

§ 3º Nas hipóteses em que se admita a desconsideração da personalidade jurídica independentemente do abuso de que trata o caput do art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), observar-se-á o disposto no art. 137-A da Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil).

§ 4º Em qualquer hipótese, é vedada a decretação da desconsideração da personalidade jurídica de ofício.” (NR)

Art. 4º O art. 28 da Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990 (Código de Defesa do Consumidor), passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 28. O juiz poderá desconsiderar a personalidade jurídica da pessoa jurídica quando, em detrimento do consumidor, houver abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação do estatuto ou do contrato social, ou houver falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica

provocados por administração temerária.

§ 5º Também poderá ser desconsiderada a personalidade jurídica sempre que essa for, de alguma forma, obstáculo ao ressarcimento de prejuízo causado ao consumidor, respeitado, nesse caso, o art. 137-A da Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil).” (NR)

Art. 5º Aplicam-se as disposições desta Lei:

I – relativas a direito processual: imediatamente, a todos os processos em curso perante qualquer órgão do Poder Judiciário, em qualquer grau de jurisdição, respeitado o art. 14 da Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil);

II – relativas a direito material, bem como a que restringe os bens penhoráveis dos sócios e dos administradores: apenas às dívidas que vencerem após a entrada em vigor desta Lei.”

Ao se proceder às alterações propostas, estar-se-á aumentando a segurança jurídica em face dos abusos que tem sofrido a desconsideração da personalidade jurídica.

17.8. Conclusão

Por todo o exposto, a desconsideração não pode ser a consequência natural de uma condenação judicial, seguida de insuficiência patrimonial do devedor. Nem mesmo sob a égide do Código de Defesa do Consumidor ou da Lei Ambiental, protecionistas por princípio, tais premissas foram consideradas suficientes pela doutrina mais abalizada para se atingir os bens dos sócios.

O pedido de desconsideração, quando formulado pelo credor, deve estar amplamente fundamentado e comprovado, atendendo aos requisitos legais estabelecidos para cada hipótese, e evidenciando, em todo o caso, que a personalidade jurídica teria sido utilizada para acobertar fraude, ou descumprimento de lei.

Caso não seja possível produzir tais provas, restará ao credor insatisfeito esperar que a sociedade tenha dias melhores, tornando-se novamente solvente. Afinal, ao contrário do que muitos parecem pensar, não há, no ordenamento jurídico, princípio algum segundo o qual o credor deve receber o seu crédito sob toda e qualquer circunstância. Não havendo recursos disponíveis, a consequência natural é, pois, o inadimplemento, e não a desconsideração da personalidade jurídica.

Esta última deve ser tratada como medida absolutamente excepcional, destinada apenas às hipóteses em que esteja evidenciada a fraude e a manipulação da forma da pessoa

jurídica, como meio de se furtar ao cumprimento dos deveres legais ou contratuais, o que, ressalte-se, não exige qualquer inovação legislativa para ser implementado. Na verdade, decorre da atenta leitura dos dispositivos já existentes.

Do contrário, a pretexto de se atender demanda imediata de devedor, estar-se-á promovendo verdadeiro desestímulo ao empreendedorismo e ao investimento, o que se traduz, de um lado, em aumento de custos e de preços e, de outro, em diminuição de oportunidades e concentração de renda. É a famosa lógica de “fazer justiça no varejo, e produzir injustiça no atacado”.

Tendo tudo isso em vista, promover um reequilíbrio na aplicação da desconsideração da personalidade jurídica pelos Tribunais pátrios – evitando os abusos correntemente constatados - parece, nos dias de hoje, premissa fundamental à retomada do investimento, com impactos positivos no desenvolvimento do mercado de capitais⁴¹. Espera-se que o incidente de desconsideração da personalidade jurídica, previsto no novo Código de Processo Civil e inserido na CLT, seja um ponto de inflexão nesse sentido, sem prejuízo dos sugeridos aperfeiçoamentos de lege ferenda.

41 “Da desconsideração generalizada da personalidade jurídica, tal como se tem verificado em diversas áreas do Direito, deve-se passar à sua ‘reconsideração’ com o fortalecimento da atividade empresarial.” VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de direito comercial – Teoria Geral das sociedades – As sociedades em espécie do Código Civil. 2ª. ed., São Paulo: Malheiros, 2010, p. 115-116.

18

FUNDOS DE INVESTIMENTOS

ALEXANDRE ASSOLINI MOTA

FÁBIO AUGUSTO TIZZIANI CEPEDA

LEANDRO ISSAKA

MARIA LUCIA CANTIDIAN

RUBENS VIDIGAL NETO

18.1. Fundos de Investimento

TEXTO ATUALIZADO POR MARIA LUCIA CANTIDIANO, SÓCIA DE CANTIDIANO ADVOGADOS. O TEXTO ORIGINAL FOI ELABORADO POR LUIZ LEONARDO CANTIDIANO, ADVOGADO, FALECIDO EM 2017, QUE FOI DIRETOR (1990-1991) E PRESIDENTE (2002-2004) DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. “

SÓCIO-FUNDADOR DO ESCRITÓRIO MOTTA, FERNANDES ROCHA - ADVOGADOS. BACHAREL EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE DO ESTADO DA GUANABARA (ATUALMENTE, UNIVERSIDADE DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO) (1972). FOI DIRETOR (1990-1991) E PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM (2002-2004). FOI PRESIDENTE DA CÂMARA CONSULTIVA DE LISTAGEM DA B3, MEMBRO DO CONSELHO DIRETOR DA ABRASCA - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS, MEMBRO DO CONSELHO CONSULTIVO DA ABVCAP - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL, MEMBRO DA COMISSÃO DE ÉTICA E DA COMISSÃO TÉCNICA DO IBRI - INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES, MEMBRO DO CORPO DE ÁRBITROS, CÂMARA DE ARBITRAGEM DO NOVO MERCADO. FOI O 1º COLOCADO NO 1º CONCURSO PÚBLICO PARA ADVOGADOS DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM, MAS NÃO ASSUMIU A FUNÇÃO, PERMANECENDO NA INICIATIVA PRIVADA (1978). FOI MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DA BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO (1984-1987), MEMBRO DO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (1991- 1993) E MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DA BNDESPAR - BNDES PARTICIPAÇÕES S.A. (1996-1998). ASSESSOROU A B3 (À ÉPOCA, BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO) NA CONCEPÇÃO E NA IMPLEMENTAÇÃO DO NOVO MERCADO (2000-2001).

O fundo de investimento constitui instrumento de investimento coletivo, por meio do qual há uma captação de recursos junto a diversos investidores que passam a integrar o fundo, que é administrado e gerido por profissionais especializados.

Em lúcido Parecer, publicado originalmente na Revista de Direito Empresarial 6/11-39 (Curitiba, Juruá, 2006), no qual analisa a natureza jurídica dos fundos de investimento, o Professor Erasmo Valladão discorre:

(...)os fundos de investimento foram legalmente instituídos no Brasil com a Portaria 309, de 30.11.1959, do Ministério da Fazenda, que regulou a constituição, o funcionamento e as atribuições da sociedade de crédito, financiamento e investimento, autorizando-as a constituir fundos em conta de participação ou em condomínio.

Erasmo Valladão lembra, ainda, que os fundos em condomínio de títulos ou valores

mobiliários passaram, com a reforma do mercado de capitais realizada em 1965, a ser regulados pelas disposições constantes dos artigos 49 e 50 da Lei nº 4.728/65, que outorgaram competência ao Conselho Monetário Nacional para expedir normas sobre a matéria.

Posteriormente, dita competência foi delegada à CVM, através da Resolução CMN nº 1.787/91, e, ainda mais recentemente, por disposição constante da Lei nº 10.303/01, foi atribuída à CVM, como órgão regulador e fiscalizador de mercado de valores mobiliários, competência exclusiva para regular, registrar e fiscalizar todos os fundos de investimento criados no Brasil.

O *caput* do artigo 3º da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014¹, define o fundo de investimento como uma “comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”.

Da definição acima, podemos destacar de início dois importantes pontos acerca dos fundos de investimento: (i) sua natureza jurídica de condomínio; e (ii) sua destinação à aplicação em ativos financeiros.

A destinação dos fundos de investimento constitui ponto fundamental em sua concepção, pois, inicialmente, os fundos somente podem aplicar em ativos financeiros, conforme definido pela CVM. Dessa forma, investimentos coletivos realizados em ativos não financeiros devem ser realizados por meio de outros veículos, de acordo com as normas da autarquia, e também pelo fato de que o tipo de ativo financeiro objeto de investimento ser o que define o tipo de cada fundo de investimento.

Nos termos do artigo 2º, inciso V, da Instrução CVM nº 555/14, são ativos financeiros:

- a) títulos da dívida pública;
- b) contratos derivativos;
- c) desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos no item (iv) abaixo;
- d) títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de

1

Assim como fazia a Instrução CVM nº 409/04, hoje revogada justamente pela Instrução CVM nº 555/14.

serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros;

- e) certificados ou recibos de depósitos emitidos no exterior com lastro em valores mobiliários de emissão de companhia aberta brasileira;
- f) o ouro, ativo financeiro, desde que negociado em padrão internacionalmente aceito;
- g) quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou coobrigação de instituição financeira; e
- h) warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento.

18.1.1. Natureza Jurídica

Há grande debate na comunidade jurídica acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento. As duas principais correntes são **(i)** a corrente que entende os fundos como condomínios e **(ii)** a corrente que defende os fundos como tipos societários.

Sem pretender me aprofundar no debate doutrinário de cada uma das correntes acerca da natureza jurídica do fundo de investimento, entendo que, em nosso sistema, dita entidade se caracteriza como um condomínio, sem personalidade jurídica.

Condomínio esse que é constituído para aplicar os recursos captados junto aos respectivos condôminos (seus cotistas) nas diferentes modalidades de investimento que são estabelecidas na regulamentação vigente, dentre as quais destaco **(i)** os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14;² **(ii)** os fundos imobiliários; **(iii)** os fundos de direitos creditórios (também conhecidos como fundos de securitização); **(iv)** os fundos mútuos de investimento em empresas emergentes; e **(v)** os fundos de investimento em participações.

Em todas as modalidades de fundos acima referidas está explicitado, nos respectivos atos regulamentares, que cada um deles é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio.

Dessa forma, entendo como pertinente a definição sobre o tema trazida por Nelson

² De acordo com o disposto no artigo 1º da Instrução CVM nº 555/14, a referida Instrução “*aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos*”.

Eizirik, segundo qual:

[...] os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos da dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado.

Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa – a affectio. Ao contrário, a relação dos investidores entre si é irrelevante para a constituição e o funcionamento de um fundo, uma vez que, ao aderirem ao fundo, estes vinculam-se ao administrador, que lhes presta serviços de administração e de gestão de recursos.”³

As próprias decisões da CVM já confirmaram o entendimento de que os fundos de investimento têm natureza jurídica de condomínio, conforme abaixo:

(i) Processo CVM RJ 2005/2345 (julgado em 21 de fevereiro de 2006): Em referido voto, o Presidente da CVM e Relator Marcelo Trindade entendeu que a natureza dos fundos de investimento é aquela estabelecida pelo artigo 49 da Lei nº 4.728/65, segundo o qual os fundos de investimentos que dependiam de prévia autorização do Banco Central (competência essa que foi posteriormente delegada à CVM) seriam os chamados “*fundos em condomínio*”.

(ii) Processo CVM RJ 2005/4825 (julgado em 21 de março de 2006): Em recurso interposto contra a decisão da Superintendência de Registro da CVM de indeferir pedido de alteração do regulamento de um fundo de investimento imobiliário, o Diretor Pedro Marcílio concluiu pelo condomínio como a natureza jurídica do fundo de investimento, destacando que

“nos termos da Lei nº 8.686/93, o fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos, sem personalidade jurídica, constituído sob a forma de condomínio fechado. Tem-se, assim, que os fundos de investimento imobiliários são condomínios e, portanto, gozam de disciplina própria, estabelecida no Código Civil”.

18.1.2. Arcabouço Regulatório dos Fundos de Investimento

Como acima mencionado, a competência para regular os fundos de investimento foi delegada à CVM, por meio da Resolução CMN nº 1.787/91, a qual dispunha em seu artigo 3º:

“Art. 3º. Autorizar a comissão de valores mobiliários a baixar as normas e adotar as medidas que entender necessárias relativamente à constituição e ao funcionamento dos fundos mútuos de ações.

Parágrafo 1º. O Banco Central do Brasil deverá ser previamente ouvido quando se tratar da introdução de limites máximos da aplicação de recursos dos fundos referidos neste artigo em títulos de crédito.

[...]”

Por fim, mais recentemente, por disposição constante da Lei nº 10.303/01, foi atribuída à CVM, como órgão regulador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários, competência exclusiva para regular, registrar e fiscalizar todos os fundos de investimento criados no Brasil.

A CVM, tendo em vista sua competência para regular os fundos de investimento, editou a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, que estabelecia as normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

Não eram disciplinados pela Instrução CVM nº 409/04, por serem regidos por instrução própria, os seguintes fundos: Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social, Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional, Fundos Mútuos de Privatização – FGTS, Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre, Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado, Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro, Fundos de Conversão, Fundos de Investimento Imobiliário, Fundo de Privatização - Capital Estrangeiro, Fundos Mútuos de Ações Incentivadas, Fundos de Investimento Cultural e Artístico, Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras, Fundos de Aposentadoria Individual Programada – FAPI e Fundos de Investimento em Diretos Creditórios Não-Padronizados.

A Instrução CVM nº 409/04 consolidou em uma única instrução diversos instrumentos normativos diferentes que versavam sobre os fundos de investimento, entre eles, as Instruções CVM nº 148/91, 149/91, 228/94, 237/95 e 302/99, possibilitando o desenvolvimento da indústria de fundo de investimento em geral no Brasil.

Ao longo de sua vigência, a Instrução CVM nº 409/04 passou por algumas reformas, de forma a atender os desejos do mercado e as necessidades regulatórias, sendo importante destacar:

-
- (i) Instrução CVM nº 450/07, que alterou a definição de ativos financeiros, dispôs sobre normas de conduta para administradores e gestores, além de deveres e responsabilidades, flexibilizou o investimento no exterior, incluiu limites de concentração por ativos financeiros e por emissor, e normas sobre crédito privado; além disso, criou os Fundos Exclusivos;
 - (ii) Instruções CVM nº 456/07 e 465/08, que esclareceram as regras de investimentos no exterior e as situações em que as cotas de fundo são consideradas como ativo final; e
 - (iii) Instruções CVM nº 512/11, 522/12 e 524/11 que trataram da divulgação e da padronização de informações pelos fundos de investimento.

Passados dez anos da publicação da Instrução CVM nº 409/04, a CVM entendeu como necessária a edição de uma norma mais recente, no intuito de atualizar as regras dos fundos de investimento. Dessa forma, editou-se, em 17 de dezembro de 2014, a Instrução CVM nº 555, que entrou em vigor em 1º de outubro de 2015 e revogou a Instrução CVM nº 409/04.

Dentre as alterações trazidas pela Instrução CVM nº 555/14, devemos destacar:

- (i) A aplicação de suas disposições para todos os fundos de investimento registrados na CVM, independentemente de sua natureza, mesmo aqueles regulados por normas específicas. No caso dos fundos regulados por normas específicas, a Instrução CVM nº 555/14 deve ser aplicada de forma subsidiária.
- (ii) A simplificação das classes de fundos de investimento, passando, no lugar das 7 classes previstas na Instrução CVM nº 409/04, apenas a ser composta por 4 classes: renda fixa, ações, multimercado e cambial. Adicionalmente às classes adotadas pelos fundos de investimento, os sufixos “crédito privado”, “longo prazo” e “investimento no exterior”, que podem ser adotados pelos fundos de acordo com as suas características, nos termos da Instrução CVM nº 409/04, continuam a poder ser adotados. Referidos sufixos, unidos à simplificação das classes dos fundos, propiciam uma maior clareza na identificação dos fundos.
- (iii) A alteração dos limites para investimento de fundos no exterior, passando os fundos destinados ao investidor em geral nas classes renda fixa e ações a poder investir até 20% do seu patrimônio no exterior, enquanto os fundos classificados como multimercado, renda fixa e ações, destinados apenas a investidores qualificados, podem investir até 40% do seu patrimônio líquido no exterior.
- (iv) O estabelecimento de regras para a cobrança da taxa de performance pelos gestores dos fundos, de forma a possibilitar o estabelecimento de formas de pagamento de taxa de performance mais adequados a cada tipo de fundo.

18.1.3. A ANBIMA e a autorregulação dos Fundos de Investimento

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ABFIMA) foi criada em 2009 com a união da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) e da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA).

A ANBIMA, tendo nascido da união de duas grandes entidades e atingido padrões de excelência reconhecidos pelo mercado, contou com a adesão da maior parte dos agentes do mercado, sendo a adesão aos seus termos considerada importante mecanismo de *compliance* para os agentes do mercado por ela regulados.

Nos termos do artigo 3º do Estatuto da ANBIMA⁴, podemos destacar que a autorregulação possui caráter forte dentre os seus objetivos, conforme itens abaixo:

“I – representar e assistir técnica e juridicamente seus Associados em assuntos de interesse dos mercados financeiro e de capitais;

[...]

IV – amparar os legítimos interesses dos mercados financeiro e de capitais perante os poderes públicos, visando ao seu desenvolvimento, bem como ao desenvolvimento das instituições que neles operam;

[...]

VI – estabelecer princípios éticos a serem respeitados pelos Associados no exercício de suas atividades;

VII – promover a prática das atividades de autorregulação nos mercados financeiro e de capitais, inclusive através da elaboração, negociação e implantação de Códigos de Regulação e Melhores Práticas que definam normas e procedimentos e prevejam punições decorrentes do descumprimento de tais Códigos, a serem observados por todos os Associados e outras entidades que decidirem aderir a tais normas;

VIII – atuar como entidade certificadora de profissionais de investimento, podendo, para tanto, elaborar e aplicar exames de certificação e outorgar validamente as certificações para os profissionais capacitados nos respectivos exames;

⁴ Disponível em http://www.anbima.com.br/data/files/A3/E7/F0/A6/4FC575106582A275862C16A8/Estatuto_20ANBIMA_1_.pdf.

IX – organizar, orientar, coordenar, ministrar ou dar parecer sobre programas de ensino, eventos, cursos e seminários destinados à formação e especialização de técnicos e profissionais dos mercados financeiro e de capitais, gratuitamente ou mediante remuneração; [...]”

Com base nos objetivos acima e nas atividades por ela desenvolvidas, a ANBIMA desenvolve sua atividade de autorregulação através de seus Códigos de Regulação e Melhores Práticas, por meio do qual estabelece condutas a serem seguidas pelos seus associados, e, por meio de exames de certificação, contribuindo para o aprimoramento dos agentes do mercado.

No que toca aos fundos de investimento, a ANBIMA editou o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros⁵. De acordo com esse Código, as instituições participantes da ANBIMA devem observar uma série de regras, dentre as quais se destacam as do artigo 6º, quais sejam:

“I - Exercer suas atividades com boa-fé, transparência e lealdade;

II – Cumprir todas as suas obrigações, devendo empregar, no exercício de suas atividades, o cuidado que toda pessoa prudente e diligente costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas;

III - Nortear a prestação das atividades pelos princípios da liberdade de iniciativa e da livre concorrência, evitando a adoção de práticas caracterizadoras de concorrência desleal e/ou de condições não equitativas, respeitando os princípios de livre negociação;

IV - Evitar quaisquer práticas que infrinjam ou estejam em conflito com as regras e princípios contidos neste Código e na Regulação em vigor;

V - Adotar condutas compatíveis com os princípios de idoneidade moral e profissional;

VI - Evitar práticas que possam vir a prejudicar a Administração de Recursos de Terceiros e seus participantes, especialmente no que tange aos deveres e direitos relacionados às atribuições específicas de cada uma das Instituições Participantes estabelecidas em contratos, regulamentos, neste Código e na Regulação vigente;

VII - Envidar os melhores esforços para que todos os profissionais que desempenhem funções ligadas à Administração de Recursos de

⁵ Disponível em http://www.anbima.com.br/data/files/0D/E6/16/1D/294D561057EB3C5678A80AC2/codigo_de_Administracao_de_Recursos_de_Terceiros_02_01_19.pdf.

Terceiros atuem com imparcialidade e conheçam o código de ética da Instituição Participante e as normas aplicáveis à sua atividade;

VIII - Identificar, administrar e mitigar eventuais conflitos de interesse, nas respectivas esferas de atuação, que possam afetar a imparcialidade das pessoas que desempenhem funções ligadas à Administração de Recursos de Terceiros;

IX - Evitar práticas que possam ferir a Relação Fiduciária mantida com os investidores;

X - Desempenhar suas atribuições buscando atender aos objetivos descritos nos Documentos dos Veículos de Investimento e na Regulação em vigor, bem como promover a divulgação de informações a eles relacionadas, inclusive no que diz respeito à remuneração por seus serviços, visando sempre ao fácil e correto entendimento por parte dos investidores; e

XI - Transferir ao Veículo de Investimento qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição como Administrador Fiduciário e/ou Gestor de Recursos, observada a exceção prevista na norma específica de Fundos e/ou as disposições contratuais estabelecidas no contrato de carteira administrada.”

Dessa forma, entendo como fundamental o papel da autorregulação no mercado dos fundos de investimento, que, atuando de forma consistente e adequada, certamente contribuirá para a segurança da indústria e para o estabelecimento dos mais altos padrões de *compliance*.

18.1.4. Fundos de Investimento abertos e fechados

Aspecto fundamental a se considerar em relação aos fundos de investimentos diz respeito à possibilidade de resgate pelos seus condôminos das cotas de que são titulares. Referida possibilidade é o que classifica os fundos como abertos ou fechados.

Fundos abertos são aqueles que permitem o resgate de cotas pelo seu cotista a qualquer momento. Dessa forma, concedem liquidez instantânea aos seus cotistas, uma vez que aquele que desejar deixar sua posição em determinado fundo aberto apenas necessita realizar o resgate de suas cotas, sem que precise buscar no mercado interessados em adquiri-las.

Os fundos de investimento fechados, por sua vez, são aqueles em que os cotistas apenas poderão resgatar suas cotas ao final do seu prazo de duração. Referida restrição reduz

significativamente a liquidez das cotas de tais fundos, sendo necessário que aquele que deseje alienar suas cotas de um fundo fechado encontre um interessado em adquirir referidas cotas no mercado secundário.

As cotas de fundos de investimentos abertos, por poderem ser resgatadas a qualquer momento, não podem ser objeto de cessão ou transferência, exceto nos casos de (i) decisão judicial ou arbitral; (ii) operações de cessão fiduciária; (iii) execução de garantia; (iv) sucessão universal; (v) dissolução de sociedade conjugal ou união estável por via judicial ou escritura pública que disponha sobre a partilha de bens; e (vi) transferência de administração ou portabilidade de planos de previdência⁶.

É importante notar que, em decorrência da falta de liquidez dos fundos de investimento fechados, a CVM optou por estabelecer um cenário regulatório mais complexo aos referidos fundos, estabelecendo normas mais rígidas para investimento e distribuição de cotas de fundos de investimento fechados.

18.1.5. Administrador de Carteira de Valores Mobiliários

O fundo de investimento é constituído por deliberação adotada por administrador⁷ que preencha os requisitos estabelecidos na Instrução CVM nº 555/14, sendo certo que deve o administrador, quando da criação do fundo, aprovar seu regulamento⁸.

A atividade de administrador de carteira de valores mobiliários é regida pela Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, que define a administração de carteira de valores mobiliários como “o exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor”. Referida administração profissional de carteira de valores mobiliários depende de autorização emitida pela CVM.

O artigo 78, parágrafo 2º, da Instrução CVM nº 555/14, faculta ao administrador do fundo, dentre outras coisas, a contratação de serviço terceirizado para a gestão da carteira do fundo, atividade esta que, segundo a mesma Instrução CVM nº 555/14⁹, é compreendida por (i) negociar e contratar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros e os intermediários para realizar operações em nome do fundo, bem como firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo

6 Hipóteses trazidas pelo artigo 13 da Instrução CVM nº 555/14.

7 Podem ser administradores de fundo de investimento as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM a exercer, em caráter profissional, a função de administração de carteira de valores mobiliários (art. 78, §1º, Instrução CVM nº 555/14).

8 Conforme dispõe o artigo 78 da Instrução CVM nº 555/14, a administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados, direta ou indiretamente, ao funcionamento e à manutenção do fundo, serviços estes que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, em nome do fundo. O parágrafo 2º do mencionado artigo 78, Instrução CVM nº 555/14, indica os serviços que podem ser contratados pelo administrador do fundo perante terceiros devidamente habilitados e autorizados para a prestação de tais serviços.

9 Art. 78, §3º.

à negociação e contratação dos ativos financeiros e dos referidos intermediários, representando o fundo, para todos os fins de direito, para essa finalidade; e (ii) exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo.

Referida autorização, que também está presente em instruções específicas para determinados tipos de fundos, acabou por consagrar a divisão de duas figuras presentes na estrutura dos fundos: o gestor e o administrador. Referida segregação de atividades visa propiciar maior eficiência aos fundos, uma vez que o administrador estaria focado na condução do dia a dia do fundo, enquanto o gestor buscaria oportunidades de investimento.

A Instrução CVM nº 306/99 – que regulava o exercício profissional da atividade de administração de carteiras previamente à Instrução CVM nº 558/15 – não previa a segregação de referidas figuras, ou seja, para que determinada pessoa se tornasse administrador ou gestor de fundos, deveria obter a autorização para administração de carteira de valores mobiliários.

Dessa forma, a CVM editou a Instrução CVM nº 558/15, que entrou em vigor em 4 de janeiro de 2016. Essa nova instrução segrega as figuras do administrador e do gestor de carteira de valores mobiliários, através da criação de duas categorias distintas de administrador de carteira de valores mobiliárias, sendo elas: (i) a de administrador fiduciário; e (ii) a de gestor de recursos.

A categoria de gestor de recursos autoriza: (i) a gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor; e (ii) a prestação de consultoria de valores mobiliários. Por sua vez, a categoria de administrador fiduciário tem suas atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento e à manutenção de uma carteira de valores mobiliários.

Importante assunto refere-se à responsabilidade do administrador de fundo de investimento, conforme ressaltam algumas recentes decisões da CVM listadas abaixo, as quais versam acerca da segregação de responsabilidade entre administrador e gestor:

(i) Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2012/6987 (julgado em 13 de agosto de 2013): Ao analisar eventual falha do administrador de fundo de investimento na fiscalização das atividades do gestor, a Diretora Ana Novaes condenou a Administradora e seu Diretor Responsável por infração ao art. 65, inciso XV, c/c o art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04. No presente caso, verificou-se que o fundo de investimento administrado tinha cerca de 95% de

seu patrimônio investido em cotas de outro fundo de investimento, que, por sua vez, havia investido 70% do seu patrimônio em direitos creditórios, que, segundo o regulamento do fundo administrado, não poderia ultrapassar 20% do patrimônio do fundo. Nesse sentido, coube ao colegiado da CVM analisar a real responsabilidade fiscalizadora do administrador com relação aos investimentos realizados pelo gestor e fundos indiretamente investidos. A Diretora afirmou em seu voto que “*a função fiscalizadora do administrador se restringe à adequação dos atos do gestor às regras do regulamento do fundo e às demais normas vigentes, não entrando no mérito de seus atos*”. Dessa forma, o colegiado entendeu que o administrador, no caso concreto, não observou seu dever de diligência por permitir tal desenquadramento indireto da carteira do fundo.

(ii) Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2011/4517 (julgado em 17 de dezembro de 2013): Ao analisar suposta inobservância ao dever de diligência por parte de um administrador de fundo de investimento, em descumprimento aos artigos 65, incisos XIII e XV, e 65-A, inciso I, todos da Instrução CVM nº 409/04, Otávio Yazbek destacou a clara distinção entre as responsabilidades do administrador e do gestor na análise dos ativos do fundo de investimento, a fim de estabelecer a real função fiscalizadora do administrador. Assim, o Diretor concluiu ressaltando que “(a) *pesar de concordar com o entendimento da área técnica de que não cabe ao administrador avaliar previamente as operações realizadas pelo gestor, parece-me excessivo exigir, com a regulamentação hoje aplicável (e, principalmente considerando a ausência, à época, de recomendações ou interpretações), que o administrador possua sistema de supervisão baseado em risco para analisar determinados ativos das carteiras dos fundos que administra, como sugere a SIN. Ainda mais difícil é, no âmbito de um processo desta natureza, definir o que deveria ou não deveria ser prioridade em um sistema daquela estrutura*”.

18.1.6. Conclusão

Os fundos de investimento são instrumentos fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, sendo importante opção de investimento para os mais variados tipos de investidores.

As recentes alterações na regulamentação aplicável aos fundos de investimento, principalmente através da Instrução CVM nº 555/14, são certamente importantes para fortalecer os fundos de investimento e garantir o aprimoramento de suas estruturas.

Não há dúvidas que as alterações na regulamentação vigente, somadas a uma autorregulação isenta e eficiente, são o caminho que garantirão aos fundos de investimento sua perpetuidade no mercado de capitais.

18.2. A Securitização e a Indústria dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

RUBENS VIDIGAL NETO

É SÓCIO-FUNDADOR DO ESCRITÓRIO PVG – PERLMAN VIDIGAL GODOY ADVOGADOS (WWW.PVG.COM.BR), ONDE ASSUME PAPEL DE LIDERANÇA NA ÁREA DE MERCADO DE CAPITAIS E DE DIREITO BANCÁRIO. É BACHAREL EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP) E ESPECIALISTA EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS PELA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV), EM SÃO PAULO, EM CONJUNTO COM RSM ERASMUS UNIVERSITY, EM ROTERDÃ, HOLANDA. DESDE DE 2002, TRABALHA INTENSAMENTE COM FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS (“FIDC”), TENDO PARTICIPADO DA ESTRUTURAÇÃO, DA OFERTA, DA ADEQUAÇÃO OU DE PROCESSOS ADMINISTRATIVOS ENVOLVENDO MAIS DE UMA CENTENA DE FIDC. RUBENS TAMBÉM É COORDENADOR DA COMISSÃO DE DIREITO FINANCEIRO DO IBRADEMP – INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO EMPRESARIAL.

RUBENS É RECORRENTEMENTE CONTEMPLADO EM RANKINGS INTERNACIONAIS. NAS ÚLTIMAS EDIÇÕES DE RENOMADAS PUBLICAÇÕES COMO CHAMBERS AND PARTNERS, LACCA, WHO’S WHO LEGAL, THE LEGAL 500 LATIN AMERICA E IFLR1000 – THE GUIDE TO THE WORLD’S LEADING FINANCIAL LAW FIRMS, FOI INDICADO INDIVIDUALMENTE COMO UM DOS PRINCIPAIS ADVOGADOS DO PAÍS NA ÁREA DE FUNDOS, MERCADO DE CAPITAIS E/OU DE DIREITO BANCÁRIO.

18.2.1. Introdução

Tanto pela diversidade de operações que permitem realizar, como pelo estágio de desenvolvimento das normas que lhes são aplicáveis, pode-se afirmar que os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)¹⁰ são o principal veículo de securitização existente no Brasil.

Os FIDC representam uma importante ferramenta para a captação de recursos por empresas dos mais variados segmentos e tamanhos, fomentando, de forma direta e relevante, a atividade econômica no país¹¹. Não obstante, acredita-se que há ainda um enorme potencial para a maior utilização desse veículo no contexto do desenvolvimento do mercado de securitização no Brasil.

¹⁰ Exceto se de outra forma expressamente indicado no presente capítulo, as referências genéricas a FIDC, sempre que utilizadas, se referirão a todos os FIDC (“padronizado”, “não padronizado”, de infraestrutura, no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – PIPS).

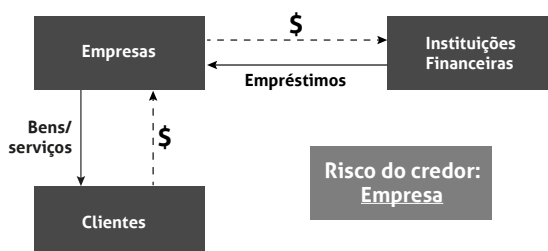
¹¹ O patrimônio líquido total dos FIDC em funcionamento, em dezembro de 2018, era de cerca de R\$ 113,3 bilhões (ANBIMA, 2019a, p.4).

Este capítulo tem como objetivo possibilitar a compreensão do funcionamento dos FIDC, das suas principais características e da sua importância no contexto econômico nacional. Para tanto, dois temas fundamentais para o entendimento dos FIDC são preliminarmente abordados: a securitização e a oferta pública de valores mobiliários.

18.2.2. Securitização e o Acesso ao Mercado de Capitais

O modelo convencional de captação de recursos no mercado de crédito é representado, de forma simplificada, no **Fluxograma 1** a seguir. Uma empresa, através de operação de financiamento realizada com uma instituição financeira, obtém os recursos para produzir bens ou serviços a seus clientes. À medida que os clientes pagam à empresa pelos bens entregues ou pelos serviços prestados, a empresa devolve à instituição credora o valor do principal do empréstimo, acrescido de todos os encargos incidentes sobre esse montante. Até a quitação integral do empréstimo concedido, a instituição financeira assume o risco de crédito – de inadimplência ou de atraso no pagamento – da empresa tomadora.

Fluxograma 1 – Modelo convencional de captação de recursos



Para realizar a concessão de financiamentos a tomadores de recursos como a empresa do exemplo acima, as instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional (“SFN”) captam recursos da poupança popular, principalmente sob a forma de depósitos remunerados.

Nesse modelo convencional, as instituições financeiras atuam como “aproximadoras” e “intermediadoras” dos agentes tomadores e poupadores de recursos, sendo responsáveis, nessa função, por processar os riscos e as informações envolvidos nas operações. Em geral, os poupadores preferem realizar suas operações através de instituições integrantes do SFN, as quais são sujeitas à regulação específica e à fiscalização rigorosa do Banco Central do Brasil (“Bacen”), ao invés de emprestar recursos diretamente aos tomadores (CAMINHA, 2007, p. 17-18).

Para realização dessa intermediação financeira – que inclui a assunção do risco de crédito do tomador do financiamento, até o seu pagamento integral –, é comum as

instituições exigirem uma remuneração equivalente à diferença entre (a) as taxas de juros cobradas para a concessão de empréstimos; e (b) a remuneração paga sobre os valores depositados, na captação de recursos. Essa remuneração é conhecida como *spread* bancário (YAZBEK, 2009, p. 126).

Dependendo das características específicas da empresa tomadora, inclusive do setor em que ela atua, os custos para obtenção de empréstimos com instituições integrantes do SFN podem se tornar, em certos casos, muito elevados ou até proibitivos. Isso acaba levando muitos agentes tomadores a buscar meios alternativos para a captação de recursos (SILVA, 2010, p. 18). A securitização, nesse contexto, apresenta-se como uma opção atraente à intermediação bancária, especialmente no Brasil, em que as taxas de juros praticadas pelas instituições financeiras estão entre as maiores do mundo¹².

Diferentemente do modelo convencional, na securitização, conforme consta no **Fluxograma 2** abaixo, há a constituição de um veículo de propósito específico (VPE), no qual parte dos ativos ilíquidos da empresa é segregada – esses ativos ilíquidos podem ser, por exemplo, créditos que a empresa tem a receber de seus clientes pela entrega de bens ou pela prestação de serviços. A segregação dos créditos no VPE é realizada por meio de sua cessão pela empresa (CAMINHA, 2007, p. 41). Normalmente, pela cessão dos créditos, o VPE se compromete a pagar à cedente um montante determinado a partir da aplicação de uma taxa de desconto ao valor de face dos créditos cedidos.

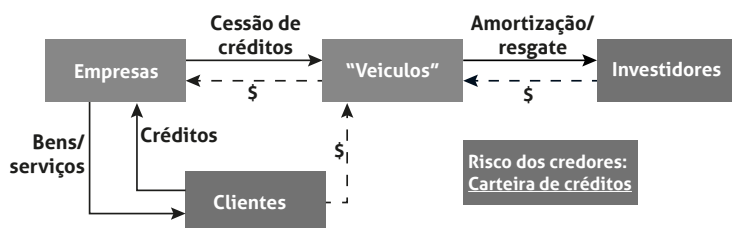
Os créditos segregados são, então, utilizados como lastro pelo VPE para a emissão de títulos, que preveem o pagamento de uma remuneração, que pode estar ou não vinculada à taxa de desconto utilizada na precificação dos créditos adquiridos pelo VPE. Esses títulos são ofertados publicamente aos investidores. Com os recursos captados, o VPE paga a contraprestação devida à empresa pela cessão dos créditos.

Conforme os créditos cedidos ao VPE são pagos pelos clientes da empresa diretamente ao VPE, o VPE paga aos investidores detentores dos títulos emitidos a remuneração prevista e, observado o prazo de vencimento dos títulos, o valor de seu principal. Até o vencimento dos títulos emitidos pelo VPE, os investidores assumem o risco de crédito da carteira de créditos cedidos ao VPE.

12 A tabela abaixo mostra as taxas médias de empréstimos de curto e médio prazos ao setor privado, de diferentes países, no ano de 2017 (Dados disponíveis em: https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LEND?locations=JP-US-MX-IT-CL-BR&name_desc=true. Acesso em: 29 de jan. 2019):

Japão	1,2%
Estados Unidos	3,3%
México	3,6%
Itália	4,9%
Chile	8,1%
Brasil	32%

Fluxograma 2 – Securitização: modelo alternativo de captação de recursos



Por esse modelo alternativo de captação de recursos, as empresas cedentes conseguem antecipar suas receitas e têm mais flexibilidade para administrar seus fluxos de caixa. Ao antecipar seus recursos, a cedente não está mais sujeita ao risco de inadimplemento por seus clientes. A securitização, assim, permite que a empresa administre melhor a sua exposição ao risco de crédito das suas operações (YAZBEK, 2009, p. 92)¹³.

A função das instituições financeiras, na securitização, é diferente daquela que elas assumem em uma operação de empréstimo convencional. Em um financiamento, as instituições atuam como contrapartes em duas transações distintas: (a) no polo passivo, na captação de recursos junto aos agentes poupadores; e (b) no polo ativo, na concessão de empréstimos aos agentes tomadores. Na securitização, o papel das instituições é, em regra, reduzido ao de meras intervenientes ou fiduciárias, sem a assunção do risco de crédito da operação (CAMINHA, 2007, p. 27-28).

Securitização é a forma de captação direta de recursos através do mercado de capitais, em que há a mobilização de riquezas – transferência de recursos dos agentes superavitários para os agentes deficitários do mercado –, a dispersão dos riscos e, principalmente, a desintermediação bancária (CAMINHA, 2007, p. 38).

Como bem define Mosquera (MOSQUERA, 1998, p. 20), no âmbito do mercado de capitais:

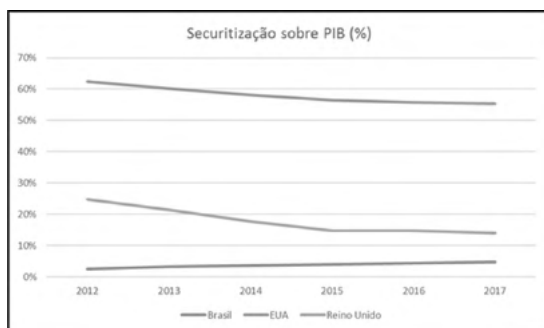
[...] a entidade financeira não se interpõe entre o indivíduo que dispõe de poupança e aquele que está necessitando dela: o trânsito de recursos financeiros do detentor de poupança para o necessitado de financiamento se dá diretamente.

Sem a necessidade de intermediação por instituições financeiras, os custos para a captação de recursos, via securitização, são reduzidos (SILVA, 2010, p. 18). Como o risco de crédito, na securitização, corresponde à carteira de créditos cedida – que pode ser pulverizada – e não à empresa cedente, os riscos da operação são, normalmente, mitigados. A mitigação dos riscos permite que as empresas captem recursos de forma mais barata e, ao mesmo tempo, apresenta-se como um atrativo para os agentes poupadores que buscam investimentos mais seguros.

¹³ Segundo Yazbek (2009, p. 92), ainda, principalmente no segmento financeiro, a menor exposição aos riscos inerentes às atividades permite a redução dos encargos cobrados dos devedores pelas instituições financeiras na concessão de financiamentos.

O surgimento de veículos específicos e mais regulados, como os FIDC e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) – estes últimos introduzidos pela Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997¹⁴ –, trouxeram maior segurança ao modelo de securitização e ajudaram a impulsionar a indústria, sendo altas as perspectivas de crescimento dos FIDC para o ano de 2019¹⁵. Dados da Associação das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) (2019b, p.2) mostram que, em 2018, as operações de securitização dos ativos FIDC e CRI no Brasil representaram menos de 9% do total de volume financeiro das operações de emissões domésticas, o que indica a existência de campo para crescimento.

A conclusão acima exposta é reforçada por uma análise comparativa do mercado de securitização no Brasil em relação a outros países. Em 2017, o volume de operações de securitização era de aproximadamente US\$95 bilhões, equivalente a cerca de 5% do PIB brasileiro. No mesmo ano, nos Estados Unidos, esse volume era de quase US\$11 trilhões, correspondente a mais da metade do PIB norte-americano. No Reino Unido, tais operações representaram em torno de 14% do PIB, correspondentes a mais de US\$367 bilhões.



Fontes: B3, ANBIMA, SIFMA e OCDE, elaboração ANBIMA.

Portanto, também por uma análise comparativa, há potencial para a expansão do mercado de securitização no Brasil.

Ofertas Públicas de Valores Mobiliários

Antes de iniciarmos a análise específica dos FIDC, resta, ainda, entender como o VPE capta recursos junto aos investidores.

Uma oferta pública é o processo de distribuição de valores mobiliários¹⁶, por meio do qual

¹⁴ A Lei nº 9.514/97 define a securitização de créditos imobiliários como a operação na qual esses créditos são vinculados à emissão de uma série de títulos – os CRI –, mediante lavratura do termo de securitização por companhia securitizadora (“Securitizadora”).

¹⁵ A expectativa de crescimento está na faixa dos dois dígitos para o ano de 2019 (FAGUNDES, 2018).

¹⁶ A definição de “valores mobiliários” encontra-se no artigo 2º, caput, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Segundo referido artigo, são valores mobiliários: (a) as ações, debêntures e bônus de subscrição; (b) os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos nesta alínea (b); (c) os certificados de depósito de valores mobiliários; (d) as cédulas de debêntures; (e) as cotas de fundos de

os tomadores de recursos captam junto à poupança popular. Uma oferta pode ser primária – na qual há a emissão de novos títulos a serem distribuídos – ou secundária – em que são ofertados os valores mobiliários já existentes, sem que haja uma nova emissão¹⁷.

A distribuição compreende tanto a venda de valores mobiliários, quanto a sua promessa de venda ou a sua oferta para venda. A distribuição é pública quando há esforço de venda, por exemplo, por meio da utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios ou avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos, quando a negociação é feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público¹⁸.

Como regra geral, as ofertas públicas somente podem ser realizadas com a intermediação de instituições devidamente autorizadas pela CVM para distribuir valores mobiliários e devem ser registradas na CVM, previamente ao seu início, nos termos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

É facultado à CVM dispensar o registro de ofertas públicas, a depender das características específicas de cada caso, bem como do interesse público, da adequada informação e da proteção ao investidor.

Dentre as modalidades de oferta dispensadas de registro, destaca-se a realizada com esforços restritos de distribuição, nos termos da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Nesse caso, entre outras limitações, é permitida a procura de, no máximo, 75 investidores profissionais¹⁹, sendo que os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 50 investidores profissionais²⁰.

18.2.3. O Surgimento e a Indústria dos FIDC

Pela versatilidade, os FIDC atualmente apresentam-se como o principal veículo de securitização no país.

investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (f) as notas comerciais; (g) os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (h) outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (i) quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. As cotas dos FIDC podem ser enquadradas no conceito da alínea (i) acima.

17 Informações disponíveis em: http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/ofertas_publicas.html. Acesso em: 29 de janeiro de 2019.

18 Artigo 3º da Instrução CVM nº 400/03.

19 São investidores profissionais (a) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN; (b) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (c) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (d) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$10.000.000,00; (e) fundos de investimento; (f) clubes de investimento, desde que sejam geridos por administradores de carteira de valores mobiliários autorizados pela CVM; (g) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (h) investidores não residentes (artigo 9º-A da Instrução CVM nº 539/13).

20 Artigo 3º, I e II, da Instrução CVM nº 476/09.

Fluxograma 3 – FIDC: estrutura-padrão



A estrutura padrão de um FIDC é representada no Fluxograma 3 acima. O FIDC é constituído por ato de sua instituição administradora, que deve solicitar o registro de funcionamento à CVM, previamente ao início de suas atividades. A instituição administradora pode contratar, em nome do FIDC, outros prestadores de serviços para realizar as atividades de gestão de carteira, consultoria especializada, custódia, cobrança extraordinária, auditoria independente e classificação de risco das cotas do FIDC.

O FIDC emite cotas e, por meio de oferta pública junto aos investidores²¹, capta recursos para adquirir créditos das empresas cedentes. A remuneração das cotas emitidas pelo FIDC observa o que dispõe o seu regulamento.

Uma vez cedidos os direitos creditórios ao FIDC, os clientes das cedentes pagam diretamente ao FIDC os valores referentes aos bens entregues ou aos serviços prestados. Observado o disposto em seu regulamento, o FIDC paga aos seus cotistas os valores eventualmente devidos a título de amortização – o pagamento da cota com a diminuição proporcional de seu valor individual, mas sem a redução do número total de cotas que o cotista possui – ou a título de resgate – o pagamento da cota sem a redução de seu valor individual, porém, com a diminuição proporcional do número total de cotas detidas pelo cotista²².

Origem

Os FIDC foram criados pela Resolução do Conselho Monetário Nacional (“CMN”) nº 2.907, de 29 de novembro de 2001, no contexto de uma série de ações e medidas

21 As cotas de FIDC somente podem ser adquiridas e negociadas posteriormente por “investidores qualificados”, entendidos como (a) as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00; (b) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas nos exames de qualificação técnica ou que possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; (c) clubes de investimento, desde que sejam geridos por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados; e (d) os investidores profissionais.

22 Como regra geral, a amortização de cotas ocorre em FIDC constituídos como condomínios fechados, e o resgate de cotas, em FIDC constituídos como condomínios abertos.

propostas pelo Bacen, cujo intuito principal era a redução das taxas de juros e dos spreads bancários então praticados, e o aumento do estoque total de crédito no Brasil²³.

Dados de outubro de 1999 mostram que o volume de empréstimos concedidos por meio do SFN representava somente 27,9% do Produto Interno Bruto (“PIB”), totalizando R\$290,2 bilhões (BACEN, 2004, p. 5). A taxa de aplicação geral (pessoa física mais pessoa jurídica), à época, era de 70,6% ao ano, sendo que, desse percentual, 52,7 pontos percentuais referiam-se ao spread bancário (BACEN, 2000, p. 5).

Mais de 17 anos depois, o volume total de crédito do SFN atingiu a marca de 47,1% do PIB, equivalente a R\$3.091,5 bilhões (BACEN, 2018, p. 13). A taxa média de juros aplicada, em dezembro de 2017, encontrava-se em 25,6% ao ano, representando o spread bancário médio, 18,9 pontos percentuais (BACEN, 2018, p. 15).

Por meio dos FIDC, o Bacen visava a fomentar a venda de carteiras de recebíveis por instituições financeiras, reduzindo sua exposição ao risco de crédito das operações de financiamento e permitindo a adequação de seu capital aos requerimentos previstos em lei, e, desse modo, viabilizar a concessão de novos empréstimos por essas instituições, a custos mais baixos²⁴. Ademais, os FIDC também se apresentavam como alternativa para a captação pelos tomadores de recursos diretamente junto aos poupadores. Fortuna (FORTUNA, 2005, p. 492) esclarece que:

Os Fundos de Recebíveis foram criados com o objetivo de dar liquidez ao mercado de crédito, reduzindo o risco e ampliando a oferta de recursos. Com eles as empresas passaram a ter uma opção de financiamento alternativa, seja ao sistema bancário, seja ao mercado de capitais, e os bancos passaram a ter a possibilidade de vender seus créditos para fundos de recebíveis especialmente criados para esse fim, abrindo espaço em sua carteira para novas operações de crédito.

Assim, ao autorizar a constituição e o funcionamento dos FIDC, incumbindo à CVM o papel de regulá-los²⁵ – o que se deu por meio da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001 –, o CMN criou um veículo moldado especificamente para realizar operações de securitização.

Até então, as operações de securitização eram realizadas pelas Securitizadoras e por

23 Essa série de ações e medidas propostas pelo BACEN teve início em outubro de 1999, com a publicação do “Projeto Juros e Spread Bancário” (BACEN, 2000, p. 5).

24 A participação no patrimônio líquido total dos FIDC classificado pela ANBIMA como financeiro totalizava 18% (ANBIMA, 2019a, p.4), sendo responsável por 22% da captação líquida, no ano de 2018 (ANBIMA, 2019a, p. 8).

25 Artigo 1º da Resolução do CMN nº 2.907/01.

Sociedades de Propósito Específico (“SPE”)^{26 27}, constituídas sob a forma de sociedades or ações, as quais sujeitavam-se às despesas e aos encargos inerentes a essa forma de organização, inclusive os tributários. Os FIDC são constituídos como condomínios, sem personalidade jurídica. Os custos incorridos pelos FIDC, quando comparados aos das SPE, por exemplo, são mais baixos (SILVA, 2010, p. 90), e os rendimentos e os ganhos líquidos auferidos por suas carteiras são isentos do imposto de renda²⁸.

Crescimento da indústria de FIDC

A indústria de FIDC, embora tenha sofrido oscilações, tem apresentado uma tendência de expansão desde o surgimento do veículo. A Tabela 1 e a Tabela 2 abaixo mostram o volume e o número de emissões de cotas dos FIDC, no período de 2012 a 2018. A Tabela 1 apresenta os dados, ano a ano, relativos ao volume de ofertas públicas, registradas e dispensadas de registro na CVM²⁹. A Tabela 2 traz informações sobre o número total de ofertas, a cada ano.

Tabela 1 – Volume FIDC (valores em R\$ milhões)

Ano	ICVM/400 - registrada	ICVM/400 - dispensada	ICVM/476
2012	3.918	160	2.930
2013	3.541	193	4.513
2014	1.736	101	8.040
2015	2.938	287	3.688
2016	901	1.533	2.878
2017	2.631	1.388	16.634
2018	1.165	998	10.557

Fonte: ANBIMA (2019b, p.14)

26 As operações de securitização, por meio das SPE, se davam principalmente por meio da emissão de debêntures lastreadas em créditos cedidos às SPE pelas empresas originadoras. Com o surgimento de novos instrumentos de securitização, como os FIDC e os CRI, as SPE deixaram de ser utilizadas como veículo de securitização (SILVA, 2010, p. 33-34).

27 As operações de securitização no país, no início dos anos 1990, buscavam, sobretudo, o financiamento externo de longo prazo. Empresas brasileiras realizavam emissões de títulos junto a investidores estrangeiros, com lastro nos fluxos de caixa que essas emissoras tinham a receber de clientes internacionais. A primeira operação de securitização puramente nacional ocorreu em março de 1994. A Mesbla Trust emitiu publicamente debêntures lastreadas em direitos creditórios originados pela loja de departamentos Mesbla S.A. Pouco tempo antes da data prevista para o pagamento das debêntures, a Mesbla S.A. teve seu pedido de concordata preventiva deferido. O juízo competente, no entanto, reconheceu a segregação dos ativos – inclusive dos créditos-lastro – da emissora das debêntures, Mesbla Trust, daqueles da originadora dos créditos, Mesbla S.A., e os debenturistas foram pagos no cronograma previsto na escritura de emissão (SILVA, 2010, p. 29-30).

28 Artigo 28, §10, da Lei nº 9.532, de 10 de dezembro de 1997, e artigo 14, inciso I, da Instrução Normativa RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015.

29 As informações nas Tabelas 1 e 2 referem-se às ofertas registradas e dispensadas de registro na CVM, nos termos da Instrução CVM nº 400/03, bem como às ofertas realizadas com esforços restritos, automaticamente dispensadas de registro, conforme a Instrução CVM nº 476/09.

Tabela 2 – Número de Ofertas FIDC

Ano	ICVM/400 - registrada	ICVM/400 - dispensada	ICVM/476
2012	16	13	44
2013	11	5	41
2014	10	3	65
2015	7	11	64
2016	7	60	70
2017	7	42	114
2018	4	70	93

Fonte: ANBIMA (2019a, p.14)

Como se pode ver pela Tabela 1 e 2 acima, em 2017, atingiu-se um recorde de captação dos FIDCs de mais de R\$ 20 bilhões, através da realização de 163 ofertas públicas.

A evolução do número e do patrimônio líquido dos FIDC encontra-se nas Tabela 3 e Tabela 4. Em dezembro de 2018, a indústria de FIDC era composta por 886 fundos (ANBIMA, 2019a, p. 11), totalizando um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 113,3 bilhões (ANBIMA, 2019a, p. 4).

Tabela 3 – Evolução do patrimônio líquido de FIDC

Período	FIDC	Período	FIDC	Período	FIDC
dez-06	19.330,2	jan-17	83.431,8	jan-18	104.235,1
dez-07	28.688,4	fev-17	87.943,4	fev-18	98.865,3
dez-08	43.523,4	mar-17	88.864,7	mar-18	101.295,5
dez-09	53.288,3	abr-17	85.217,4	abr-18	106.023,7
dez-10	59.432,0	mai-17	83.527,7	mai-18	101.361,9
dez-11	78.431,3	jun-17	84.765,8	jun-18	105.495,8
dez-12	64.606,9	jul-17	82.897,9	jul-18	107.497,2
dez-13	77.546,0	ago-17	98.104,6	ago-18	108.613,7
dez-14	66.303,5	set-17	94.640,4	set-18	110.631,1
dez-15	74.547,9	out-17	87.642,0	out-18	109.553,9
dez-16	86.813,5	nov-17	88.948,2	nov-18	110.785,0
		dez-17	103.469,0	dez-18	113.374,6

Fonte: ANBIMA (2019a, p.3)

Tabela 4 – Evolução do número de FIDC

Período	FIDC	Período	FIDC	Período	FIDC
dez-06	115	jan-17	592	jan-18	725
dez-07	150	fev-17	598	fev-18	741
dez-08	189	mar-17	605	mar-18	755
dez-09	223	abr-17	611	abr-18	782
dez-10	310	mai-17	618	mai-18	805
dez-11	375	jun-17	624	jun-18	831
dez-12	392	jul-17	629	jul-18	841
dez-13	425	ago-17	640	ago-18	860
dez-14	463	set-17	653	set-18	873
dez-15	552	out-17	662	out-18	882
dez-16	581	nov-17	680	nov-18	886
		dez-17	713	dez-18	886

Fonte: ANBIMA (2019a, p.11)

A organização dos FIDC

O FIDC é uma comunhão de recursos destinada preponderantemente à aquisição de direitos creditórios. O FIDC é constituído, por ato de sua instituição administradora, como um condomínio e, através da emissão pública de cotas, capta recursos junto aos investidores. São os cotistas os legítimos proprietários do patrimônio do FIDC, na proporção das cotas de sua titularidade. A instituição administradora atua, em nome do FIDC, como representante desses cotistas.

A administração dos FIDC somente pode ser exercida por instituições financeiras, tais como bancos múltiplos, bancos comerciais, a Caixa Econômica Federal, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, e sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários³⁰. A instituição administradora é responsável por zelar pelos interesses dos cotistas, podendo contratar, em nome do FIDC, prestadores de serviços para realizar as atividades como gestão de carteira, consultoria especializada, custódia, cobrança extraordinária, auditoria independente e classificação de risco de suas cotas.

A gestão da carteira do FIDC pode ser realizada pela própria instituição administradora ou por terceiros devidamente autorizados pela CVM para a administração de carteiras de valores mobiliários.

As atividades de custódia dos FIDC devem ser realizadas por entidade credenciada na CVM para a prestação dos serviços de custódia fungível de valores mobiliários. A Instrução CVM nº 356/01 define, como sendo responsabilidades do custodiante de FIDC, entre outras, a validação dos critérios de elegibilidade dos direitos creditórios para a sua aquisição pelo FIDC, a verificação e a guarda da documentação que comprova o lastro dos créditos cedidos e a cobrança ordinária de valores referentes aos ativos que integram a sua carteira³¹.

Os FIDC são um veículo de securitização versátil

Os FIDC são um produto versátil que atende a demandas de pequenas, médias e grandes empresas dos variados setores da economia – financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de prestação de serviços, entre outros. A estruturação de um FIDC pode ter em vista a captação de recursos por empresas de pequeno ou médio porte, através da securitização de suas carteiras de recebíveis. Um FIDC também pode ser utilizado por uma grande empresa para financiar seus fornecedores de bens

30 Artigo 32 da Instrução CVM nº 356/01.

31 Nos termos do artigo 38, §6º, da Instrução CVM nº 356/01, é permitida a subcontratação de terceiros pelo custodiante, sem prejuízo de sua responsabilidade, exclusivamente para auxiliar nas atividades de verificação do lastro dos direitos creditórios cedidos ao FIDC e guarda da documentação comprobatória desses créditos. Esses terceiros, no entanto, não podem ser o originador ou o cedente dos créditos, o consultor especializado, o gestor da carteira do FIDC ou partes relacionadas a qualquer um deles. Caso decida subcontratar prestadores de serviços, o custodiante deve diligenciar o cumprimento, por eles, de suas obrigações para com o FIDC e os seus cotistas.

e serviços, antecipando as receitas decorrentes da entrega dos bens ou da prestação dos serviços a essa empresa. Os FIDC podem, ainda, ser utilizados para uma gama de outros objetivos, como a recuperação de créditos inadimplidos ou que sejam objeto de ações judiciais, bem como a viabilização de projetos de infraestrutura (ANBIMA, 2015, p. 23-25)³².

Direitos Creditórios

Os FIDC devem destinar pelo menos 50% de seu patrimônio líquido para a aquisição de direitos creditórios. Diferentemente dos CRI, que devem ser necessariamente vinculados a créditos imobiliários, os FIDC podem adquirir direitos creditórios originados de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, entre outros.

Os direitos creditórios adquiridos pelos FIDC podem ser performados – referentes a bens ou serviços já entregues ou prestados – ou não performados – relativos a bens ou serviços para entrega ou prestação futura.

Ainda com relação aos créditos que compõem as carteiras dos FIDC, os FIDC podem ser classificados como “padronizados” ou “não padronizados”.

Os FIDC-NP são aqueles cuja política de investimento permite a aquisição, em qualquer percentual, de direitos creditórios (a) vencidos e não pagos; (b) originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; (c) que resultem de ações judiciais em curso ou que constituam seu objeto de litígio; e (d) de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas, entre outros.

Por adquirirem direitos creditórios de natureza menos óbvia que, supostamente, demandariam maior sofisticação do investidor na análise do risco do investimento, a CVM optou por tratar os FIDC-NP de forma diferenciada, restringindo a aquisição de cotas por eles emitidas a investidores profissionais.

Os FIDC-NP são regidos por norma específica – a Instrução CVM nº 444, de 8 de dezembro de 2006³³ –, a qual prevê a hipótese de dispensa pela CVM do cumprimento

32 A título exemplificativo, cita-se: (a) o FIDC SCE e o SC Piemonte FIDC, destinados à antecipação de receitas de fornecedores da indústria automotiva; (b) os FIDC financeiros, que adquirem direitos creditórios originados por instituições financeiras na concessão de crédito imobiliário (Empírica FIDC Home Equity), de crédito consignado (BMG FIDC Crédito Consignado VIII), de financiamento de veículos (FIDC Omni VIII) e de crédito estudantil (Crédito Universitário FIDC); (c) o FIDC Nubank, o FIDC Credz e o FIDC Fortbrasil, que adquirem recebíveis de cartões de crédito; (d) o FIDC Monsanto II, que investe em créditos originados no setor do agronegócio; (e) o JC Diversificado FIDC-NP, que adquire direitos creditórios objeto de ações judiciais; (f) o Itapeva VI Multicarteira FIDC-NP e o FIDC Brasil Plural Recuperação de Créditos FIDC-NP II, que compram créditos inadimplidos; (g) o PJUS Precatórios FIDC-NP, que investe em precatórios; e (h) os FIDC que adquirem direitos creditórios oriundos de segmentos de infraestrutura como o de energia elétrica (Eletrô FIDC), o de telecomunicações (FIDC Vivo Multisegmento), o de transportes (FIDC-NP CPTM) e o de saneamento básico (FIDC SANEAGO).

33 Subsidiariamente, aplica-se, aos FIDC-NP, a Instrução CVM nº 356/01.

de certos requisitos, desde que observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor³⁴.

Condomínio

Os FIDC podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado. Um FIDC “aberto” é aquele que admite a entrada – por meio da emissão de novas cotas – e a saída – por meio do resgate das cotas em circulação – dos investidores, a qualquer tempo, observados os procedimentos descritos em seu regulamento. O FIDC “fechado”, por sua vez, somente admite a entrada de novos investidores por meio da realização de uma nova oferta de cotas ou da negociação pelos cotistas, no mercado secundário, das cotas já existentes. As cotas dos FIDC “fechados” são resgatadas apenas ao final dos seus respectivos prazos de duração previstos no regulamento ou em razão da liquidação do FIDC, sendo permitida a amortização das cotas dos FIDC “fechados” sem a redução do número total de cotas detidas por cada investidor, nos termos de seu regulamento³⁵.

Cotas

As cotas dos FIDC correspondem a frações ideais do seu patrimônio e podem ser divididas em diferentes classes e séries. A divisão em classes diz respeito à eventual existência de subordinação entre as cotas para efeitos de pagamento aos cotistas dos valores previstos no regulamento do FIDC³⁶. As cotas podem ser divididas em classe sênior – as cotas que têm preferência em relação às demais na ordem de pagamento dos recursos do FIDC³⁷ – e classe subordinada – as cotas que se subordinam às demais na ordem de pagamento dos recursos do FIDC³⁸. As cotas seniores de emissão de FIDC fechados podem, ainda, ser divididas em uma ou mais séries, com diferentes remunerações e prazos para pagamento, mas sem a existência de qualquer subordinação entre as séries. A remuneração das cotas, em geral, observa a relação

34 No Processo CVM nº RJ-2013-4911, o Colegiado da CVM, seguindo o voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, deferiu o pedido de dispensa, apresentado por 2 FIDC-NP, para permitir a guarda de documentos referentes aos direitos creditórios cedidos a tais FIDC-NP pelos próprios cedentes. A realização da guarda de referida documentação pelo cedente é vedada pelo artigo 38, §7º, inciso II, da Instrução CVM nº 356/01. Por se tratarem de FIDC-NP que adquiriam créditos inadimplidos, pulverizados e de baixo valor, o Colegiado da CVM entendeu que o custo para a transferência dos documentos, dos cedentes para os custodiantes dos FIDC-NP, superava o benefício obtido – os documentos originais não eram necessários para a cobrança extrajudicial desses direitos creditórios e a cobrança judicial não se justificava economicamente. Ademais, os FIDC-NP adquiriam os créditos com enorme deságio, suficiente para fazer frente aos riscos de falhas na documentação. Havia, ainda, a obrigação de recompra pelos respectivos cedentes caso não houvesse a entrega dos documentos, por qualquer motivo, solicitados pelos FIDC-NP.

35 Há, ainda, os FIDC conhecidos pelo jargão de mercado como “semifechados” ou “semifechados”, os quais, embora permitam a solicitação de resgate das cotas, a qualquer tempo, apresentam prazos para pagamento dos resgates solicitados superiores a 30 dias e que, portanto, nos termos da regulamentação vigente, devem observar os procedimentos para a distribuição pública de cotas dos FIDC “fechados” (artigo 21, §1º, da Instrução CVM nº 356/01).

36 Note-se, porém, que não há a possibilidade de segregação do patrimônio do FIDC, de modo a se estabelecer que o desempenho de determinados créditos afetem especificamente e exclusivamente a determinada classe ou série de cotas. A prioridade ou subordinação eventualmente estabelecida sempre será referente ao desempenho da integralidade da carteira de créditos e ativos que integre o patrimônio líquido do FIDC.

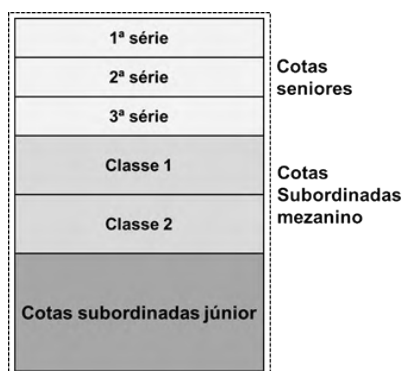
37 Artigo 2º, inciso XI, da Instrução CVM nº 356/01

38 Artigo 2º, inciso XII, da Instrução CVM nº 356/01.

“risco-retorno” aplicável para a respectiva classe ou série, além das características específicas do próprio FIDC.

A **Figura 1** exemplifica a estrutura das cotas de um FIDC, composto por cotas seniores – divididas em 3 séries distintas – e cotas subordinadas – divididas em 2 classes de cotas intermediárias ou mezanino, e 1 classe de cotas júnior. No exemplo abaixo, havendo uma situação de estresse da carteira do FIDC, que reduza o seu patrimônio: (a) primeiramente, haverá a redução do valor unitário da cota subordinada júnior; (b) se e quando o valor unitário da cota subordinada júnior chegar a zero, haverá a redução do valor unitário da cota subordinada mezanino (observada, ainda, eventual subordinação existente entre as classes 1 e 2 de cotas subordinadas mezanino); e (c) somente se e quando o valor unitário da totalidade das cotas subordinadas mezanino chegar a zero, haverá a redução do valor unitário da cota sênior (ocorrendo a redução do valor unitário das cotas das 3 séries simultaneamente, sem qualquer prioridade entre elas).

Figura 1 – Estrutura das cotas de um FIDC



Essa diferenciação entre as cotas permite que os FIDC atendam a diferentes demandas de remuneração, prazo e exposição a riscos, tornando esse produto atrativo para investidores de diferentes perfis.

Evolução dos FIDC

Desde a sua criação, a regulamentação dos FIDC já passou por diversas alterações, sendo que, na maior parte dos casos, com o claro objetivo de aperfeiçoar o produto diante das experiências ou demandas do mercado³⁹.

39 A Instrução CVM nº 356/01 foi posteriormente alterada pelas Instruções CVM nº 393/03, 435/06, 442/06, 446/06, 458/07, 484/10, 489/11, 498/11, 510/11, 531/13, 545/14, 554/14 e 558/15.

Talvez também por essa constante evolução normativa, até dezembro de 2014, dentre o universo de 782 FIDC (ANBIMA, 2015, p. 38), em apenas um pequeno número de casos foram verificados problemas de liquidez.

Até o término de 2014, houve atrasos ou perdas em casos envolvendo os FIDC relacionados a seis cedentes ou consultores de créditos, quais sejam: (a) Banco PanAmericano; (b) Banco BVA; (c) Banco Cruzeiro do Sul; (d) Union National; (e) Tradebank; e (f) Oboé DTVM. Em todos eles, verificava-se o exercício de funções pelo cedente ou por partes relacionadas do cedente (vendedor dos créditos) que, segundo as melhores práticas de governança, deveriam ser exercidas exclusivamente pelo lado comprador dos créditos.

Sendo mais específico, os cedentes, ou partes relacionadas aos cedentes, exerciam a administração do FIDC, a gestão de sua carteira, e/ou realizavam a guarda dos documentos comprobatórios relativos aos direitos creditórios do FIDC, entre outras funções que geravam evidente conflito de interesses (ASSESSORIA DE ANÁLISE E PESQUISA (ASA) DA CVM, 2014, p. 39-40). Possivelmente por conta dessa relação conflituosa, a fraude na originação ou na cessão de direitos creditórios aos FIDC foi possível em diversos desses casos, gerando atrasos no recebimento ou perdas aos cotistas.

A resposta regulatória da CVM se deu pela Instrução CVM nº 531, de 6 de fevereiro de 2013, que alterou a Instrução CVM nº 356/01, principalmente, para mitigar o potencial conflito de interesses que surge da concentração de funções por um mesmo participante, ou por partes a ele relacionadas, e para aperfeiçoar o controle pela instituição administradora e pelo custodiante da prestação de serviços por terceiros contratados, em nome dos FIDC⁴⁰.

Embora alguns FIDC tenham sofrido perdas após a edição da Instrução CVM nº 531/13⁴¹, há a percepção de que esses casos são percentualmente pouco relevantes diante do tamanho da indústria, bemo como de que as alterações promovidas pela Instrução CVM nº 531/13 foram benéficas ao mercado.

40 Dentre as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 531/13, há a vedação da cessão ou originação, direta ou indireta, de direitos creditórios ao FIDC pela instituição administradora, pelo gestor da carteira, pelo custodiante, pelo consultor especializado ou por partes relacionadas a qualquer um desses prestadores de serviços. No Processo CVM nº RJ-2013-4911, referido anteriormente, houve o indeferimento, pelo colegiado da CVM, de pedido para que o custodiante, que já havia cedido créditos ao FIDC antes da publicação da Instrução CVM nº 531/13, continuasse a ceder direitos creditórios ao FIDC. A Área Técnica da CVM se manifestou, em parecer, que eventual flexibilização da norma traria riscos de fragilização de toda a reforma realizada pela CVM na indústria de FIDC. O colegiado da CVM, em linha com o parecer da Área Técnica, reconheceu que a cessão de créditos ao FIDC por seu custodiante gerava um conflito irreconciliável, que aumentava a possibilidade de ocorrência de fraudes, que foi um dos principais problemas que a CVM buscou solucionar pelo aperfeiçoamento das regras pertinentes aos FIDC.

41 A título de exemplo, cita-se os FIDC geridos pela Silverado Gestão e Investimentos Ltda, especificamente, o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multisetorial Silverado Maximum, o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multisetorial Silverado Maximum II e o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multisetorial Silverado - Fornecedores do Sistema Petrobras.

A CVM anunciou que está prevista para 2019 a realização de audiência pública para alteração da Instrução CVM nº 356/01 (CVM, 2019).

18.2.4. Conclusão

Nos quase 19 anos desde a sua criação pelo CMN, os FIDC se consolidaram como o principal veículo de securitização no país. Sua estrutura versátil comporta as necessidades de empresas dos mais variados tamanhos e setores de atuação. Ao mesmo tempo, a existência de uma regulação desenvolvida torna os FIDC uma alternativa atrativa para a captação de recursos pelos tomadores e para o investimento pelos poupadores, no mercado de capitais brasileiro.

18.3. FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

ALEXANDRE ASSOLINI MOTA

GRADUADO EM DIREITO EM 1998 E PÓS-GRADUADO COM MBA EXECUTIVO PELA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – EPGE – FGV; EX-CONSELHEIRO CIENTÍFICO DA REVISTA DE DIREITO IMOBILIÁRIO DA REVISTA DOS TRIBUNAIS E DO INSTITUTO DE REGISTRO IMOBILIÁRIO DO BRASIL – IRI B, ENTRE 2005 E 2006. VICE PRESIDENTE DA CÂMARA DO MERCADO IMOBILIÁRIO DA BM&FBOVESPA, MANDATO DE 2014 A 2015. PROFESSOR CONVIDADO DO PROGRAMA DE EDUCAÇÃO CONTINUADA EM INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS DA FGV (GVPEC), DESDE 2007.

LEANDRO ISSAKA

GRADUADO PELA FACULDADE DE DIREITO DA USP. PÓS-GRADUAÇÃO PELO IBMEC/SP (ATUAL INSPER) COM LLM EM MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS. COAUTOR DO ARTIGO “FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII)” DO LIVRO “FUNDOS DE INVESTIMENTO” (COORDENADOR: BERNARDO VIANNA FREITAS E FERNANDA VALLE VERSIANI), PUBLICADO PELA EDITORA QUARTIER LATIN, EM 2015. COAUTOR DO ARTIGO “NOVOS CONTORNOS DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NA SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA” DA REVISTA IBRADIM DE DIREITO IMOBILIÁRIO ANO 1, NOVEMBRO 2018, Nº1, PUBLICADA PELO INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO IMOBILIÁRIO (IBRADIM) E EDITADA PELA PAIXÃO EDITORES EM 2018. COORDENADOR DA COMISSÃO DE DIREITO SOCIETÁRIO E MERCADO DE CAPITAIS DO IBRADIM.

18.3.1. Introdução

Nos últimos anos, os fundos de investimento imobiliário(FII) se consolidaram como um dos investimentos mais populares do mercado de capitais brasileiro. O crescimento desse mercado nos últimos anos foi tão significativo que, atualmente, alguns FII negociados na B3 têm patrimônio superior ao patrimônio de outras companhias abertas. Ainda, pode-se dizer que, hoje, o mercado de cotas de FII fica atrás somente do mercado acionário em termos de popularidade, quando comparado com outros produtos do mercado de capitais brasileiro, tendo alcançado nos últimos anos mais de cem mil investidores individuais.

Em razão do crescimento mencionado acima, aumentou-se a necessidade de ampliar os conhecimentos desse tipo de fundo de investimento por parte de investidores, reguladores, operadores do direito e qualquer outro agente que tenha relação com esse produto. Por essa razão, o presente artigo tem por objetivo proporcionar ao seu leitor uma visão inicial acerca das principais características dos FII, comparando, quando possível, com os demais fundos de investimentos do mercado brasileiro.

Fundamentos para Criação e Histórico

Os FII foram introduzidos no ordenamento jurídico brasileiro pela Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993. Inspirado nos Real Estate Investments Trusts do mercado norte-americano, o objetivo do legislador brasileiro foi o de criar um fundo de investimento com distribuição de cotas através do sistema de distribuição de valores mobiliários, que permitisse que qualquer investidor pudesse investir de forma abrangente no mercado imobiliário brasileiro, inclusive pequenos investidores que, em condições usuais não teriam condições de investir em um ativo imobiliário isoladamente.

A Lei nº 8.688 estabeleceu algumas características básicas para os FII, tais como: (a) obrigatoriedade de organização como fundo de investimento fechado; (b) objeto específico de investimento em empreendimentos imobiliários; (c) natureza jurídica do fundo de investimento como um condomínio especial, sem personalidade jurídica, porém, com limitação de responsabilidade para os condôminos (no caso os cotistas); e (d) divisão do seu patrimônio em cotas enquadradas como valores mobiliários, sujeitando os FII e suas cotas à regulação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Após a criação dos FII por lei ordinária, coube à CVM regular as suas características específicas. Inicialmente os FII foram regulados por meio da Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, que disciplinava a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário, e por meio da Instrução CVM nº 206, de 14 de janeiro de 1994, que disciplinava as normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos FII. Posteriormente, a CVM, de forma a modernizar a regulamentação dos FII, editou a Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, em substituição à Instrução 205, e a Instrução CVM nº 516, de 29 de dezembro de

2011, em substituição à Instrução 206. Com essa alteração na regulamentação, a CVM ampliou as possibilidades de investimento dos FII, impulsionando o crescimento desse mercado conforme citado anteriormente.

A Instrução CVM nº 472 sofreu sua primeira grande alteração em 25 de novembro de 2015, por meio da Instrução CVM nº 571, por volta de 7 anos após a sua edição, período em que o mercado de FII observou um crescimento fulminante, bem como um momento posterior de retração, muito motivado por questões macroeconômicas e pela própria curva de aprendizado do produto. Esse período em que as estruturas dos FII foram testadas permitiu à CVM verificar a necessidade de implementação de muitas melhorias, especialmente quanto a divulgação de informações pelos administradores dos FII, e questões de governança dos fundos.

Passaremos agora a analisar os aspectos mais relevantes sobre os FII (gerais, conflito de interesse e tributação) e, por fim, faremos uma breve reflexão sobre pontos que podem ser melhorados na sua regulamentação, mas que dependeriam de alteração, não da Instrução CVM nº 472, mas das leis que regulamentam o FII, especialmente a Lei nº 8.668 e a Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999.

18.3.2. Aspectos Gerais dos FII

Conforme mencionado anteriormente, os FII devem ser constituídos exclusivamente como fundos de investimento fechado, situação em que as cotas não podem ser resgatadas livremente, a não ser ao término do seu prazo de duração. A introdução dessa característica na regulamentação aplicável decorreu principalmente da premissa de que os ativos imobiliários originalmente imaginados para serem adquiridos pelos FII (principalmente imóveis) não seriam dotados de liquidez que permitisse a sua rápida alienação, com, intuito de retornar o investimento de um cotista que solicitasse o resgate de suas cotas.

Definição de Empreendimento Imobiliário e Composição do Patrimônio do Fundo

O objeto dos FII necessariamente deve ser o de investimento em empreendimentos imobiliários, tendo esse conceito evoluído nos últimos anos. Originalmente, a Instrução CVM nº 205 exemplificava esse conceito enquadrando empreendimentos imobiliários como construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, ou investimentos em projetos visando, viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento. Ou seja, quando da primeira versão da regulamentação dos FII, a CVM permitia que esses fundos apenas adquirissem imóveis para posterior alienação, arrendamento ou locação. Com a evolução da regulamentação, principalmente com a edição da Instrução CVM nº 472, aumentaram as possibilidades de investimento dos FII, ampliando, consequentemente,

o conceito de empreendimento imobiliário. Nos termos da Instrução CVM nº 472 os FII atualmente podem adquirir: (i) quaisquer direitos reais sobre bens imóveis, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores registrados na CVM(ii) e cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII; (iii) ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII; (iv) cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário; (v) certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003; (vi) cotas de outros FII; (vii) certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que estes certificados e cotas tenham sido objeto de oferta pública ou cujo registro tenha sido dispensado nos termos da regulamentação em vigor; (viii) letras hipotecárias; (ix) letras de crédito imobiliário; e (x) letras imobiliárias garantidas.

Conforme se pode verificar acima, com a ampliação das possibilidades de investimento, a indústria dos FII passou a contar com uma ampla gama de opções no que se refere à estrutura desses fundos. Por essa razão, hoje se deve ter atenção maior quando da avaliação de um FII, tendo em vista que podem existir fundos de investimento com perfis e políticas de investimento completamente distintas. Exemplificando o exposto acima, cabe ressaltar que hoje um investidor pode adquirir cotas de FII que invistam em shoppings centers, imóveis comerciais, estádios de futebol, certificados de recebíveis imobiliários e/ou participações societárias imobiliárias, sendo que cada um desses segmentos apresenta uma dinâmica de investimento distinta. Vale mencionar que em função dessa peculiaridade, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) estabeleceu em julho de 2015, como uma de suas melhores práticas a serem observadas pelos participantes do mercado, a necessidade de classificação dos FII. Essa classificação, que leva em consideração: (a) o tipo de ativo que será adquirido pelo FII (imóvel ou títulos e valores mobiliários); (b) o estágio dos imóveis (prontos ou em desenvolvimento); (c) os objetivos do FII em relação aos imóveis (renda ou posterior venda); (d) a forma de atuação do gestor do FII em relação à política de investimentos do fundo (ativa ou passiva); e (e) o segmento dos imóveis (shopping, corporativo, hoteleiro e etc.), visa a facilitar o entendimento acerca do perfil e da política de investimento de cada fundo de investimento.

Tendo em vista que a ampliação das possibilidades de investimento dos FII pela Instrução CVM nº 472 não foi acompanhada de uma definição do que seria empreendimento imobiliário ou ainda da forma de atuação dos FII, algumas dúvidas surgiram no mercado. Dentre elas, podemos citar o questionamento sobre os FII atuarem como

empresários, exercendo, por exemplo, a atividade de incorporação imobiliária, tendo em vista que não foi repetido na Instrução CVM nº 472 o texto da antiga Instrução CVM nº 205 que proibia a exploração comercial dos empreendimentos imobiliários pelos FII, salvo se mediante locação ou arrendamento. Apesar de não existir previsão expressa, a melhor interpretação é de que os FII não podem exercer atividade empresária, podendo apenas investir nos ativos imobiliários citados anteriormente. Ou seja, os FII não podem atuar como incorporadores imobiliários conforme previsto pela Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, podendo, no entanto, ser sócios ou acionistas de sociedades que estejam desenvolvendo uma incorporação imobiliária. No mesmo sentido e pelas mesmas razões, FII não podem atuar diretamente como loteadores, assim como definidos na Lei nº 6.766, de 19 de dezembro de 1979.

Personalidade Jurídica dos FII e Aspectos Registrais

Os FII são enquadrados como condomínios, assim como os demais fundos de investimento do mercado brasileiro, cabendo ressaltar dois aspectos específicos relacionados aos FII. O primeiro aspecto decorre da ausência de personalidade jurídica dos FII. Os FII, assim como os demais fundos de investimento brasileiros, são administrados por uma instituição devidamente habilitada para exercer essa atividade, conforme previsto no respectivo normativo de cada fundo. No caso dos FII, por exemplo, somente pode ser administrador de FII sociedade que seja banco múltiplo com carteira de investimento ou com carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade de crédito imobiliário, sociedade corretora ou sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários, ou outras entidades legalmente equiparadas. Nesse aspecto e em função dos FII poderem adquirir bens imóveis cuja aquisição deve estar registrada nos Serviços de Registro de Imóveis competentes, a Lei nº 8.668 inovou ao criar uma espécie de “empréstimo de personalidade jurídica” por parte do administrador do FII ao respectivo fundo de investimento administrado. Ou seja, o administrador é o proprietário dos bens adquiridos pelos FII, em caráter fiduciário, figurando como proprietário no Serviço de Registro de Imóveis competente. Nesse passo, de forma a evitar que dívidas das instituições administradoras dos FII recaiam sobre os ativos pertencentes ao fundo, a Lei nº 8.668 prevê expressamente que os bens e direitos integrantes do patrimônio dos FII não se comunicam com o patrimônio da instituição administradora, observadas, quanto a tais bens e direitos, as seguintes restrições: (i) não integrem o ativo da administradora; (ii) não respondam direta ou indiretamente por qualquer obrigação da instituição administradora; (iii) não componham a lista de bens e direitos da administradora, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial; (iv) não possam ser dados em garantia de débito de operação da instituição administradora; (v) não sejam passíveis de execução por quaisquer credores da administradora, por mais privilegiados que possam ser; e (vi) não possam ser constituídos quaisquer ônus reais sobre os imóveis.

Já o segundo aspecto relacionado com a natureza jurídica dos FII é a relação dos cotistas (condôminos) com os ativos de titularidade desses fundos (incluindo no que

se refere à responsabilidade de cada cotista). No caso dos FII, o titular das cotas (i) não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo; (ii) não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativamente aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou da administradora, salvo quanto à obrigação de pagamento do valor integral das cotas subscritas. Acerca da responsabilidade dos cotistas, cabe ressaltar que essa regra difere da regra dos demais fundos de investimento, tendo em vista que nesses demais condomínios os cotistas podem responder por eventual patrimônio negativo atribuído à comunhão.

Cotas

O patrimônio dos FII é dividido em cotas que podem ser negociadas em mercados regulamentados de valores mobiliários, tais como a B3, observadas as regras estabelecidas pela CVM. Em virtude do aumento da popularidade dos FII observada nos últimos anos, conforme mencionado anteriormente, cada vez mais investidores procuram cotas de FII como alternativa de investimento. Em função disso, o número de negociações de cotas dos FII na B3 aumentou significativamente nos últimos anos, existindo, atualmente, FII cujas cotas apresentam volume diário de negociação superior ao de determinadas companhias abertas listadas na mesma bolsa.

Acerca dos tipos de cotas, em regra, as cotas dos FII devem ter mesmos direitos ou características. No entanto, excepcionalmente em relação aos FII destinados para investidores qualificados (conforme definido na regulamentação da CVM), o regulamento de tais fundos pode prever a existência de cotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo. Com essa exceção, os FII podem ter cotas “seniores”, “subordinadas” ou “mezaninos”, que disciplinam direitos econômicos distintos, o que aproxima a estrutura do fundo, nesse caso, à estrutura dos fundos de investimento em direitos creditórios.

Prestadores de Serviço

Além da instituição administradora, responsável pela administração e pelo “empréstimo de personalidade jurídica” para a aquisição dos ativos do fundo, os FII ainda podem ou devem, conforme seja o caso, ter outros prestadores de serviço, tais como: (a) gestor de carteira; (b) custodiante; (c) auditor independente; (d) escriturador e/ou; (e) outros consultores.

Acerca de tais prestadores de serviço, a grande peculiaridade dos FII em relação aos demais fundos de investimento é o fato de os serviços de gestão e de custódia só serem obrigatórios para FII que tenham como objetivo adquirir mais do que 5% (cinco por cento) do seu patrimônio em valores mobiliários (para o caso do serviço de gestão) ou em ativos financeiros em geral (para o caso dos serviços de custódia).

18.3.3. Conflito de Interesses

Um dos temas que mais tem chamado atenção de reguladores e operadores do direito nos últimos anos é aquele referente ao conflito de interesses. No caso dos FII, tal conflito de interesse pode ocorrer entre os próprios cotistas ou ainda entre os cotistas e os prestadores de serviço.

Conflitos entre Cotistas

Atualmente, conforme mencionado anteriormente, existem FII cujo patrimônio supera o patrimônio de determinadas companhias abertas. Além disso, nesses tipos de fundos, há milhares de investidores como cotistas.

Em função dessa situação, especialistas têm visto situações em que os cotistas podem estar em lados opostos, podendo determinado cotista, inclusive, ter interesse particular em determinada transação que o FII venha a realizar e que não necessariamente é o mesmo interesse dos demais cotistas do fundo.

Isso fica evidente se for considerado que determinados FII têm o mesmo tipo de objetivo que determinadas companhias abertas, sendo que, em alguns casos, os FII são concorrentes dessas sociedades para a realização de alguma transação. Nesse caso, é possível, por exemplo, que o acionista controlador de uma determinada companhia aberta do ramo imobiliário também seja cotista de um FII, o que, pode, eventualmente, gerar situações de conflito de interesses no âmbito dos FII.

Conflitos entre os Cotistas e os Prestadores de Serviço dos FII

Além do conflito entre os cotistas citado acima, há também a possibilidade de existirem conflitos de interesse entre os prestadores de serviço e os titulares dos FII. Nesse aspecto particular, a CVM, nos termos da Instrução CVM nº 472, exemplificou algumas situações de conflito de interesse entre os FII e a instituição administradora, entre o FII e o gestor ou entre o FII e seus cotistas, quais sejam: (i) a aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície, pelo fundo, de imóvel de propriedade do administrador, do gestor, dos cotistas ou de pessoas a eles ligadas; (ii) a alienação, locação ou arrendamento ou exploração do direito de superfície de imóvel integrante do patrimônio do fundo, tendo como contraparte o administrador, o gestor, os cotistas ou pessoas a ele ligadas; (iii) a aquisição, pelo fundo, de imóvel de propriedade de devedores do administrador ou do gestor, uma vez caracterizada a inadimplência do devedor; (iv) a contratação, pelo fundo, de pessoas ligadas ao administrador ou ao gestor, para prestação dos serviços do art. 31 da Instrução CVM nº 472, exceto o de primeira distribuição de cotas; e (v) a aquisição, pelo FII, de valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor, ou pessoas a eles ligadas, ainda que para as finalidades mencionadas no parágrafo único do art. 46 da Instrução CVM nº 472.

18.3.4. Tributação

O tema da tributação aplicável aos FII e aos seus cotistas é de grande importância, pois, na maioria dos casos, é um dos fatores determinantes para a escolha do produto por parte dos empresários ou ainda para a decisão de aquisição das cotas por parte dos investidores.

Tributação dos FII

A tributação aplicável ao FII é distinta em relação aos demais fundos de investimento do mercado brasileiro e apresenta certa complexidade tendo em vista as inúmeras variações existentes.

Para se verificar a tributação aplicável ao FII, inicialmente, deve-se verificar eventual concentração das cotas em titular que seja incorporador, construtor ou sócio, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, de empreendimento imobiliário em que o FII invista. Caso essa concentração fique acima de 25% (vinte e cinco por cento) das cotas emitidas do FII, o fundo terá a mesma tributação aplicável às pessoas jurídicas.

Caso não tenha a concentração citada anteriormente, os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelos FII ficam isentos do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro (IOF), assim como do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza (IR), esse último aplicável sobre as operações imobiliárias (não enquadradas como de renda fixa ou variável). No caso dos rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelos FII em aplicações financeiras de renda fixa ou de renda variável, os FII sujeitam-se ao IR, observadas as mesmas normas aplicáveis às pessoas jurídicas submetidas a esta forma de tributação, sendo que não estão sujeitas à incidência do IR as aplicações efetuadas pelos FII em certificados de recebíveis imobiliários, letras hipotecárias, letras de crédito imobiliário e em cotas de outros FII que atendam a determinados requisitos (este último apenas em relação aos rendimentos das cotas).

Tributação dos Cotistas

Por fim, no que se refere à tributação aplicável aos cotistas, há incidência de IOF para os investidores com a alíquota de 1% (um por cento) ao dia, sendo essa alíquota reduzida para zero depois de passados 30 (trinta) dias da aquisição das cotas pelo investidor.

No que se refere ao IR, a regra geral é a de que os ganhos de capital e rendimentos auferidos na alienação ou no resgate de cotas dos FII, por qualquer beneficiário, inclusive por pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do IR à alíquota de 20% (vinte por cento), com a incidência do imposto sobre a renda na fonte à alíquota de 0,005% (cinco milésimos por cento) sobre o valor da alienação/resgate.

No entanto, no caso de FII que possua, no mínimo, 50 (cinquenta) cotistas e cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado, os rendimentos distribuídos por qualquer FII a cotista pessoa física ficam isentos de IR, desde que esse titular de cotas represente menos do que 10% (dez por cento) da totalidade das cotas emitidas do respectivo fundo ou do total de rendimentos auferidos pelo fundo.

Além do benefício atribuído a determinados investidores, cabe ressaltar a obrigatoriedade de os FII distribuírem semestralmente 95% (noventa e cinco por cento) dos seus rendimentos apurados sob o regime de caixa, com base em balanço semestral a ser levantado. Essa obrigatoriedade introduzida pela Lei nº 9.779, segundo exposição de motivos da própria Lei, “tem por objetivo evitar a postergação do pagamento do imposto sobre ganhos e rendimentos auferidos pelos referidos fundos”.

18.3.5. Melhorias na Lei

Analisado os aspectos mais relevantes sobre os FII, passaremos agora a fazer uma reflexão sobre pontos que, dentro da experiência e debates realizados pelo mercado nos últimos anos, podem ser melhorados, mas que demandariam algum tipo de ajuste nas leis que regulamentam o FII, especialmente a Lei nº 8.668 e a Lei nº 9.779.

Objeto do FII

Desde a publicação da Lei nº 8.668 no ano de 1993, o mercado imobiliário vem evoluindo de forma muito dinâmica, sendo que a CVM, enxergando essa evolução, atualizou a sua regulamentação em 2008 com a Instrução CVM nº 472, substituindo a Instrução CVM nº 205, e com a Instrução CVM nº 571 no ano de 2015.

Diante dessa evolução, o escopo de investimento dos FII previsto na Lei nº 8.668, que prevê apenas investimentos em “empreendimentos imobiliários”⁴², ficou obsoleta, e não mais reflete a realidade do mercado de FII. Assim, deveria haver uma alteração na Lei nº 8.668, de forma a melhor representar os ativos admitidos pelos FII, conforme art. 45⁴³ da Instrução CVM nº 472, que já está adaptada à realidade atual do mercado.

42 “Art. 1º Ficam instituídos Fundos de Investimento Imobiliário, sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários.” (grifo nosso)

43 Art. 45. A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos: I – quaisquer direitos reais sobre bens imóveis; II – ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores registrados na CVM e cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII; III – ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII; IV – cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário; V – certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003; VI – cotas de outros FII; VII – certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII

18.3.6. Administração x Gestão

As atividades de administração fiduciária e de gestão de recursos hoje são claramente atividades distintas, cuja regulamentação se deu em 2015 pela Instrução CVM nº 558. Essa segregação das duas atividades representou um grande avanço regulatório para a indústria de fundos de investimento, especialmente por conta da separação de atribuições e responsabilidades, permitindo aos administradores e gestores uma melhor mensuração de sua função e dos riscos envolvidos.

Assim, a Lei nº 8.668, por não prever essa distinção e por ser norma que prevalece sobre as instruções da CVM, faz com que o FII tenha limitações quanto aos benefícios advindos da Instrução CVM nº 558. Assim as referências na Lei nº 8.668 à administração e à gestão do FII deveriam ser atualizadas com base na Instrução CVM nº 558.

18.3.7. Titularidade dos Ativos do FII

Os FII, pela regra criada pela Lei 8.668/93, não são os proprietários dos ativos imobiliários que compõe sua carteira, sendo a propriedade imobiliária das instituições administradoras dos FII, que os detém em caráter fiduciário. O conceito de proprietário fiduciário, descrito no art. 6º da Lei nº 8.668 tem gerado inúmeros entraves nos registros dos imóveis em nome dos FII, muito por conta da propriedade fiduciária de bem imóvel ainda ser um conceito relativamente novo no ordenamento jurídico brasileiro.

Deste modo, alterar o art. 6º da Lei nº 8.668 para permitir que o próprio FII seja sujeito de direito para titular a propriedade imobiliária, seria uma das relevantes alterações que beneficiariam este mercado, e geraria uma maior segurança jurídica à indústria de fundos, especialmente aos seus administradores e gestores.

Nesta mesma linha, não faz sentido manter a responsabilização pessoal do patrimônio da instituição administradora por evicção em qualquer hipótese de alienação de imóvel, como previsto no inciso II do art. 14. Seria mais ponderado que essa responsabilização decorra exclusivamente de hipóteses em que a instituição administradora tenha agido com culpa ou dolo para que a evicção tenha ocorrido. Tal ajuste também se justifica tendo em vista que pode ser parte da estratégia do fundo, por decisão tomada de outra forma que não pela instituição administradora, a tomada do risco da evicção, inclusive já precificando-a no momento do investimento. Nesta hipótese não seria razoável que a responsabilidade sobre a evicção seja suportada apenas pela instituição administradora.

e desde que estes certificados e cotas tenham sido objeto de oferta pública registrada na CVM ou cujo registro tenha sido dispensado nos termos da regulamentação em vigor; VIII – letras hipotecárias; IX – letras de crédito imobiliário; e X – letras imobiliárias garantidas.

18.3.8. Ônus sobre Imóveis

Uma das vedações ao bens e direitos integrantes do FII que tem gerado discussão no mercado, é a restrição à constituição de ônus real sobre os imóveis. Isso porque o que o legislador quis restringir com tal vedação foi a possibilidade do FII onerar o imóvel em garantia de uma obrigação. Entretanto, não se atentou o legislador que existem outros tipos de ônus sobre os imóveis que não deveriam deixar de se aplicar no caso do proprietário do imóvel seja um FII. O exemplo clássico de restrição ao imóvel que deveria se aplicar ao imóvel, independentemente do proprietário ser FII é a servidão de passagem. Assim, a redação do inciso iv do art. 7º da Lei nº 8.668, deveria vedar apenas a constituição de ônus reais sobre os bens imóveis, como garantia ou decorrente de qualquer obrigação da instituição administradora.

18.3.9. Conteúdo do Regulamento

Tanto a Lei 8.668, em seu art. 10, quanto a Instrução CVM nº 472, em seu art. 15, preveem o conteúdo mínimo que o Regulamento do FII deve conter. Entretanto, essas condições são muito dinâmicas e não necessitam de uma dupla previsão, de modo que tal tratamento deveria ser reservado às normas infralegais reguladas pela CVM, como já ocorre para as demais classes de fundos de investimento.

18.3.10. Regime de Caixa

Outro ponto bastante controverso no mercado de FII trazido pela Lei nº 9.779 é a apuração do lucro do FII segundo o regime de caixa para fins de distribuição semestral. Essa regra imposta é muito específica e dada a imensa variedade de ativos que um FII pode deter, a regra de apuração de resultados exclusivamente pelo regime de caixa vem trazendo inúmeras dúvidas e incertezas ao mercado de FII. Além disso, a exigibilidade da distribuição de resultados com prazo e montante mínimos (semestral, em um montante mínimo de 95% dos lucros auferidos), nem sempre está alinhado com o melhor interesse dos investidores ou dos ativos investidos, conforme a CVM já discorreu no Ofício-Circular CVM/SIN/SN 01/14 e no Ofício-Circular CVM/SIN 01/15, ao tentar disciplinar o assunto. Diante deste cenário, devido à dinâmica de alterações e especificidade do assunto, seria mais factível que a sua regulamentação ficasse apenas no âmbito infra legal e não mais regrado na Lei nº 8.668.

18.3.11. Renúncia da Instituição Administradora

Outro ajuste na Lei nº 8.668 para adaptá-la à realidade da CVM refere-se à regra de renúncia da instituição administradora, que pela referida lei depende de registro e aprovação da CVM. Ocorre que na prática tal ato não depende de registro tampouco de aprovação perante o órgão regulador, de modo que a única exigência que deveria ser estipulada no âmbito legal seria a de registro do ato perante o cartório de títulos

e documentos competente. Isso não eximiria a instituição administradora da responsabilidade por todos os atos e omissões praticados até a data em que permanecer no exercício de suas funções, sendo seu sucessor responsável pelos atos e omissões subsequentes.

18.3.12. Vedações à Instituição Administradora

É compreensível que o FII, até pelo seu objeto que é a exploração de direitos sobre bens imóveis, tenha uma tutela legal específica. Entretanto, por ser um instituto primordialmente de mercado de capitais, o FII também precisa estar alinhado com a dinâmica e agilidade deste mercado, muito mais mutável que o mercado imobiliário. Assim, as questões de conflito de interesses, por exemplo, poderiam ser reguladas exclusivamente pela CVM (atualmente está regrado no inciso VII do art. 12 da Lei nº 8.668), o que permitiria que esta regulação se aproximasse à das demais classes de fundos de investimento e permitisse ao regulador ter maior agilidade para replicar ao FII as discussões e demais evoluções no âmbito do mercado de capitais.

18.3.13. Responsabilidade da Instituição Administradora

Sugerimos ajuste de redação no inciso II do art. 14, para que a responsabilização pessoal do patrimônio da instituição administradora decorra exclusivamente de hipóteses em que ela tenha dado causa para a evicção ocorrer. Tal ajuste se faz necessário, uma vez que dependendo da estratégia do fundo, que por sua vez pode não ser definida pela instituição administradora, a hipótese de evicção pode não estar totalmente afastada e isto estar contemplado no modelo de precificação do investimento, não obstante, dada a multiplicidade de agentes que participam de uma aquisição imobiliária, não nos parece adequado que a instituição administradora seja a exclusiva responsável pela conduta de todos os agentes envolvidos.

18.3.14. Maior Clareza nas Regras Tributárias

A Lei nº 8.668 em seus arts. 17 e 18, ao tratar de incidência de imposto de renda fonte no ganho de capital, aplicado a qualquer beneficiário, inclusive pessoa isenta, deveria excluir as Entidades Fechadas de Previdência Complementar e os Fundos de Investimento, de modo a refletir melhor a realidade destes artigos e deixar mais clara sua redação.

Saindo agora da análise da Lei nº 8.668, e entrando no âmbito da análise da Lei 9.779 de 19 de janeiro de 1999, que dentre outros assuntos alterou a legislação de imposto de renda nos FII, alguns ajustes seriam necessários para melhorar a segurança jurídica nos FII, onde citamos dois pontos que geram discussão com a Receita Federal.

O primeiro deles com relação ao alcance do termo “sócio”, abaixo transcrito:

“Art. 2º Sujeita-se à tributação aplicável às pessoas jurídicas, o fundo de investimento imobiliário de que trata a Lei nº 8.668, de 1993, que aplicar recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, quotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, mais de vinte e cinco por cento das quotas do fundo.” (grifo nosso)

É sabido existem demandas no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF) tal terminologia é discutida. Seguindo pela linha de raciocínio do legislador, o espírito da Lei nos parece que a abrangência do conceito seria para “sócio do incorporador” ou “sócio do construtor” e não sócio, *latu sensu*, do empreendimento, ou seja, não deveriam estar abarcados neste conceito coproprietários e cointeressados no empreendimento. Neste sentido o CARF já se pronunciou conforme trecho abaixo transcrito:

“Assim, não me parece que se devesse dar ao termo “sócio” um caráter tão abrangente como lhe foi atribuído tanto pelo autuante como pelos julgadores retro citados, de tal sorte que sustento que o termo sócio deve ser entendido como “sócio do incorporador” ou “sócio do construtor”. Estas eram as situações visadas pelo legislador ao editar tal norma antielisiva, ou seja, que alguém que se dedicasse a construir ou incorporar, constituísse Fundo Imobiliário apenas para se valer do regime tributário mais benéfico.”⁴⁴

Outro ponto que merece atenção é a responsabilidade da instituição administradora pelo cumprimento das obrigações tributárias, principais e acessórias, do fundo, conforme descrito no art. 4º da Lei nº 9.779. Tema também já debatidos pelo mercado junto ao CARF, a responsabilização solidária ou até exclusiva com o FII, o que nos parece ser descabido, tendo em vista que qualquer proveito econômico será em benefício do Fundo e não do administrador. Assim, a redação do art. 4º deveria ser aperfeiçoada para prever que não há qualquer atribuição à instituição administradora de responsabilidade pelo crédito tributário devido pelo fundo em decorrência dos ganhos e rendimentos auferidos a partir dos bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo.

18.3.15. Conclusão

Os FII consolidaram-se como uma popular alternativas de investimento no mercado de capitais brasileiro. Conforme pode ser percebido por essa breve exposição, a regulamentação dos FII, apesar de conferir grande flexibilidade no que se refere à criação de estruturas, apresenta certa complexidade em função das inúmeras variáveis existentes.

44

Trecho extraído do Acórdão nº 1302002.053 – 3ª Câmara / 2ª Turma Ordinária do CARF

Nesse sentido, ainda é fundamental aumentar o conhecimento desse tipo de fundo de investimento por parte de investidores, reguladores, operadores do direito e qualquer outro agente que tenha relação com o produto, de forma a possibilitar a criação de estruturas que se adequem às iniciativas dos empreendedores e protejam o interesse do público investidor.

18.4. Fundos de Investimento em Participações - FIP

TEXTO ATUALIZADO POR MARIA LUCIA CANTIDIANO, SÓCIA DE CANTIDIANO ADVOGADOS. O TEXTO ORIGINAL FOI ELABORADO POR LUIZ LEONARDO CANTIDIANO, ADVOGADO, FALECIDO EM 2017, QUE FOI DIRETOR (1990-1991) E PRESIDENTE (2002-2004) DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. “

18.4.1. O Fundo de Investimento em Participações

Em todos os países desenvolvidos os fundos de private equity são veículos de investimento corriqueiramente utilizados pelo mercado para captar recursos de investidores qualificados, dispostos a mantê-los aplicados por longo tempo, recursos esses que, na maioria dos casos, serão investidos em sociedades fechadas que necessitam crescer e desenvolver seus negócios.

Apesar de ter um mercado de valores mobiliários extremamente diversificado, o Brasil não tinha regulado, até o ano de 2003, dentre as alternativas de que o investidor pode dispor para aplicar sua poupança, os fundos de private equity. Até referido ano, o investidor interessado em aplicar sua poupança em private equity, era obrigado a adaptar regras aplicáveis a fundos de investimento em ações, o que restringia, de forma considerável, as alternativas de investimento.

Dessa forma, em 2003, a CVM criou o veículo utilizado pelos fundos de *private equity* no Brasil: os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), regulados pela Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003. Posteriormente, já em 2016, a CVM revogou a referida instrução ao editar a Instrução CVM nº 578/16, que viria a ser o novo instrumento normativo voltado à constituição, funcionamento e administração dos FIPs no Brasil.

Nos termos do artigo 5º da Instrução CVM nº 578/16:

“O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da

sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão”.

Nos últimos anos, o FIP tornou-se um instrumento jurídico largamente utilizado no mercado brasileiro, em especial para investimentos em sociedades que desejam obter recursos no mercado, para modernizar suas instalações, desenvolver novos produtos, expandir mercados ou desenvolver seu plano de negócios, permitindo que as sociedades possam captar recursos junto a investidores dispostos a participar da sociedade e assumir o risco do negócio, na expectativa de obtenção de retorno em decorrência da valoração de seus ativos.

A CVM, na edição das Instruções CVM nº 391/03 e 578/16, optou por restringir o investimento nos FIPs apenas para os investidores qualificados, sendo que, nos termos do art. 9º-B da Instrução CVM nº 539/13, são considerados investidores qualificados:

- (i) os investidores profissionais⁴⁵ ;
- (ii) as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio;
- (iii) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou que possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários; e
- (iv) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

Restringir os FIPs apenas aos investidores qualificados fez com que a regulamentação editada pela CVM fosse bastante flexível, deixando que a estruturação de cada FIP atendesse aos interesses específicos dos respectivos cotistas, estabelecendo algumas premissas, a saber:

- (i) O FIP pode destinar recursos para aquisição de ações, bônus de

⁴⁵ São considerados investidores profissionais (art. 9º-A, Instrução CVM nº 539): (i) as instituições financeiras e as demais instituições autorizadas, pelo Banco Central do Brasil, a funcionar; (ii) as companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) as entidades (abertas e fechadas) de previdência complementar; (iv) as pessoas (naturais ou jurídicas) que possuam investimentos financeiros em valor superior a dez milhões de reais e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; (v) os fundos de investimento; (vi) os clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (vii) os agentes autônomos de investimento, os administradores de carteira, os analistas e consultores de valores mobiliários, autorizados pela CVM, em relação a seus próprios recursos; e (viii) os investidores não residentes no Brasil.

subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, desde que ele – FIP – tenha participação no processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão (art. 5º, Instrução CVM nº 578/16);

(ii) Sempre que o fundo decidir aplicar recursos em companhias que estejam, ou possam estar, envolvidas em processo de recuperação e reestruturação, será admitida a integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação da sociedade investida e desde que o valor desses esteja respaldado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada (art. 20, §§ 6º e 7º, Instrução CVM nº 578/16);

(iii) A participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer (a) pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; (b) pela celebração de acordo de acionistas; ou (c) pela celebração de qualquer contrato, acordo, negócio jurídico ou outro procedimento que assegure ao fundo a efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão (art. 6º, Instrução CVM nº 578/16);

(iv) As companhias fechadas que receberem investimento do FIP deverão seguir as práticas de governança que estão indicadas no art. 8º da Instrução CVM nº 578/16;

(v) O funcionamento do fundo depende de prévio registro na CVM, que será automaticamente concedido pela CVM mediante o protocolo dos documentos que estão indicados no art. 2º da Instrução CVM nº 578/16;

(vi) O regulamento do FIP deverá dispor sobre as matérias que estão indicadas no artigo 9º da Instrução CVM nº 578/16; e

(vii) O FIP, normalmente, não poderá realizar operações com derivativos (art. 9º, §2º, Instrução CVM nº 578/16).

Vale ressaltar que a Instrução CVM nº 391/03, quando vigente, além de restringir o investimento em FIPs aos investidores qualificados, também estabeleceu R\$100.000,00 (cem mil reais) como valor mínimo de subscrição por cotista. Dez anos depois, porém, a Instrução CVM nº 554/14 retirou referido valor mínimo para subscrição de cotas dos FIPs, de modo que a Instrução CVM nº 578/16 foi elaborada já sem prever tal condição.

18.4.2. Condições Mínimas de Governança das Investidas

Nos termos do art. 8º da Instrução CVM nº 578/16, as companhias fechadas investidas pelos FIPs devem possuir condições mínimas de governança corporativa, quais sejam:

- (i) proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;
- (ii) estabelecimento de um mandato unificado de 2 (dois) anos para todo o Conselho de Administração, quando existente;
- (iii) disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;
- (iv) adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;
- (v) adesão a segmento especial de Bolsa de Valores quando de sua abertura de capital; e
- (vi) auditoria anual das demonstrações contábeis por auditores registrados na CVM.

Referidas condições mínimas visam garantir o nível de excelência das companhias investidas pelos FIPs, de forma a garantir investimentos mais confiáveis e retornos mais vantajosos no setor.

Dentre as regras mínimas de governança corporativa, devemos destacar a necessidade de adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários e de adoção segmento especial de bolsa de valores quando de sua abertura de capital.

A obrigatoriedade de adesão da cláusula arbitral visa a proteger os interesses do fundo em caso de conflitos societários, uma vez que a arbitragem garante uma resolução mais célere e eficaz para referidos conflitos. Nesse sentido, devemos destacar que o tempo para julgamento de mérito se faz fundamental para os FIPs, uma vez que o tempo de duração médio de um fundo é de 8 a 12 anos e a discussão de matérias em juízo poderia acabar por impedir a liquidação de um fundo.

Com relação à obrigatoriedade de adoção de segmento especial da Bolsa de Valores, a Instrução CVM nº 578/16 se referiu basicamente aos segmentos especiais de listagem na B3, quais sejam: Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Bovespa Mais.

A adoção de referidos segmentos resulta na implementação das melhores práticas

de governança corporativa, por parte das sociedades de capital aberto e que, em decorrência de referidas práticas, acaba por trazer maior liquidez ao mercado, promover maior transparência e proporcionar certo grau de igualdade entre os acionistas controladores e investidores.

No Nível 1, as companhias se comprometem com padrões mínimos de adoção das práticas de governança corporativa, em especial normas relacionadas à dispersão acionária e melhorias na prestação de informações ao mercado. Dentre as regras desse segmento, destacam-se:

- (i) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- (ii) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- (iii) melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- (iv) cumprimento de regras de divulgação de informações em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- (v) divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options; e
- (vi) disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

No Nível 2, o conjunto de práticas de governança corporativa é mais amplo, já que inclui as regras do Nível 1, em conjunto com mecanismos que assegurem direitos adicionais aos acionistas minoritários, dentre eles:

- (i) mandato unificado de, no máximo, dois anos para todo o Conselho de Administração;
- (ii) extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (tag along);
- (iii) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;
- (iv) obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível 2; e
- (v) adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

O Novo Mercado, por sua vez, é o segmento que possui normas de governança corporativa mais rigorosas. Suas regras básicas, além daquelas do Nível 2, podem ser

assim resumidas:

- (i) o capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- (ii) no caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (tag along);
- (iii) em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a B3, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas, no mínimo, pelo valor econômico;
- (iv) o Conselho de Administração deve ser composto por, no mínimo, dois conselheiros independentes ou, alternativamente, pelo menos, 20% (vinte por cento) do seu total de membros devem ser considerados independentes;
- (v) a companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (free float);

Por último, no Bovespa Mais, as regras podem ser assim resumidas:

- (i) Emissão apenas de ações ordinárias;
- (ii) Mandato unificado de dois anos dos membros do Conselho de Administração;
- (iii) Em caso de alienação de controle, todos os titulares de ações têm direito de vendê-las nas mesmas condições obtidas pelo controlador (tag along);
- (iv) Realização de oferta pública de aquisição (OPA) de ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nos casos de saída do segmento ou de cancelamento de registro de companhia aberta; e
- (v) Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) para a solução de conflitos societários.

Importante mencionar que o art. 7º da Instrução CVM nº 578/16 estabeleceu uma exceção para que o FIP possa investir, sem influenciar na definição da política estratégica e da gestão, em companhias que (i) estejam listadas em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, voltado ao mercado de acesso, que assegure, por meio de vínculo contratual, padrões de governança corporativa mais estritos que os exigidos por lei; e (ii) o investimento nessas companhias corresponda a, no máximo, 35% do patrimônio líquido do FIP.

18.4.3. Código ABVCAP/ANBIMA

Com o objetivo de auxiliar no desenvolvimento da governança dos fundos de private equity, a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP) e a

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) se uniram para editar o Código de Regulação e Melhores Práticas para o mercado de Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEEs), bem como os Fundos de Investimento em Cotas de FIPs e/ou FIEEs.

A aderência ao referido código é obrigatória para membros da ABVCAP e instituições filiadas à ANBIMA, sendo opcional para instituições não associadas que aderirem ao código e que desempenhem as funções de administração, gestão de carteira e distribuição de cotas de FIP/FIEE.

Em linhas gerais, o Código buscou propiciar maior transparência; padronizar as práticas e processos; manter padrões éticos; institucionalizar práticas equitativas; elevar os padrões fiduciários e promover as melhores práticas do mercado, em linha com as principais referências nacionais e internacionais, seja mediante uma maior transparência de informações, ou criação de um órgão para definir conflitos de interesses; entre outros objetivos.

As mudanças mais significativas introduzidas pelo Código ABVCAP/ANBIMA foi a criação de uma classificação dos FIPs/FIEEs (restrito e diversificado), do Conselho de Supervisão e de tipos em que os fundos se enquadram.

É considerado como restrito o FIP/FIEE em que 50% ou mais do total de cotas emitidas pelo fundo sejam detidas (i) por um único cotista; (ii) por cotistas que sejam cônjuges, companheiros ou que possuam entre si grau de parentesco até o 4º grau; ou, ainda, (iii) por cotistas que pertençam a um mesmo grupo ou conglomerado econômico. Já os FIP/FIEE diversificados são aqueles constituídos por uma pluralidade de cotistas.

Além disso, o FIP/FIEE poderá ser do tipo 1, 2 ou 3, de acordo com a constituição do comitê de investimentos prevista em seu regulamento. Será classificado como tipo 1 o fundo cujas normas prevejam um comitê formado por representantes indicados pelos cotistas do fundo, e como tipo 2 aquele com comitê formado por profissionais integrantes da administração ou da gestão do fundo. O tipo 3 se refere à classificação dos fundos que não possuem comitê de investimentos.

Nos fundos que se enquadram nos tipos 1 e 3 é facultativa a criação de um Conselho de Supervisão. Tal órgão tem a função de ratificar as decisões do comitê de investimentos em situações de conflitos de interesses, de remarcação dos preços ou reavaliação dos ativos do fundo após o investimento inicial. Os membros do conselho serão eleitos na assembleia geral de cotistas.

O Código ABVCAP/ANBIMA estabelece ainda que somente poderão compor os comitês de investimento dos fundos aqueles que preencham os seguintes requisitos: (i) possuir graduação em curso superior, em instituição reconhecida oficialmente no

país ou no exterior; (ii) possuir, pelo menos, 3 (três) anos de comprovada experiência profissional em atividade diretamente relacionada à análise ou à estruturação de investimentos, ou ser especialista setorial com notório saber na área de investimento de fundos; (iii) possuir disponibilidade e compatibilidade para participação das reuniões do comitê de investimentos; (iv) assinar termo de posse atestando possuir as qualificações necessárias para preencher os requisitos estabelecidos pelo Código ABVCAP/ ANBIMA; e (v) assinar termo de confidencialidade e termo se obrigando a declarar eventual situação de conflito de interesses sempre que esta venha a ocorrer, hipótese em que se absterá não só de deliberar, como também de apreciar e discutir a matéria.

18.4.4. Oferta de Cotas dos FIPs

As cotas de FIPs, como outros valores mobiliários, devem ser objeto de ofertas públicas quando destinadas ao público. Em 16 de janeiro de 2009, a CVM tomou importante iniciativa ao editar a Instrução CVM nº 476 criando a oferta pública de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos.

Tendo em vista a natureza dos FIPs e sendo esses fundos fechados, referida instrução causou grande impacto nesses, sendo que a partir da edição da referida instrução, a maioria de suas distribuições foram realizadas via Instrução CVM nº 476/09.

A grande inovação trazida pela Instrução CVM nº 476/09 foi a concessão de dispensa automática do registro de distribuição da oferta de cotas na CVM, tornando o processo de realização de ofertas públicas mais célere e menos custoso.

Nos termos da Instrução CVM nº 476/09, conforme alterada:

“Art. 2º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica [Instrução CVM nº 539], e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Parágrafo único. Não será permitida a busca de investidores através de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores.

Art. 3º Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos:

I – será permitida a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores profissionais [...]; e II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 50 (cinquenta) investidores profissionais.

§ 1º Fundos de investimento e carteiras administradas de valores mobiliários cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor serão considerados como um único investidor para os fins dos limites previstos neste artigo.

§ 2º Os investidores que exercerem direito de prioridade ou preferência não serão considerados para os fins dos limites previstos neste artigo.”

É importante destacar que a dispensa do registro de distribuição das cotas nos termos previstos na Instrução CVM nº 476/09 não resulta na dispensa da necessidade de registro do FIP junto à CVM, conforme previsto no artigo 2º da Instrução CVM nº 578/16, uma vez que referida dispensa está relacionada à oferta das cotas de emissão dos FIPs e não ao próprio registro do fundo em si.

18.4.5. Funcionamento dos FIPs

Para constituição de FIP, um gestor e/ou um administrador, autorizados para atuação na atividade de administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM, definem uma tese de investimento e buscam investidores qualificados no mercado com o objetivo de reunir os recursos monetários necessários para realização da tese de investimento do fundo por meio de investimento em determinadas companhias.

Após a definição dos investidores, o gestor, o administrador e os investidores negociam um regulamento para o fundo, de forma a prever os direitos e obrigações dos mesmos no âmbito do fundo, além da sua política de investimento. A previsão de uma política de investimento bem definida nos Fundos de Investimento em Participações constitui ponto fundamental para a indústria de private equity, uma vez que referida política de investimento normalmente está relacionada às competências do gestor e às áreas em que pode agregar maior valor e conhecimento.

Os FIPs oferecem às companhias investidas muito mais do que “apenas” as quantias investidas, mas também a vivência do gestor e de sua equipe, que muitas vezes podem adicionar grandes ganhos setoriais em decorrência de sua experiência. Dessa forma, o private equity pode ser considerado mais do que um mero mecanismo de obtenção de novos recursos para as sociedades, permitindo, também, que, após a efetiva concretização do investimento, os fundos se tornem sócios aptos a cooperar na adoção de medidas que proporcionem o crescimento e a estruturação das sociedades investidas.

Após a constituição do fundo, os investidores celebram boletins de subscrição de suas cotas no fundo e compromissos de investimento, por meio dos quais se comprometem a aportar determinado valor máximo ao fundo. Nesse ponto, é importante ressaltar essa característica dos FIPs, uma vez que o capital a ser investido pelos investidores não é transferido imediatamente para o caixa do fundo, mas permanece com os investidores

até que seja necessária sua utilização. Dessa forma, o gestor, para realizar o investimento, realiza uma chamada de capital junto aos cotistas do fundo, que transferem o valor que se comprometeram a aportar por meio do compromisso de investimento ao fundo, para que, em seguida, referido valor seja utilizado na concretização dos investimentos aprovados pelos cotistas.

O FIP, uma vez constituído e com os referidos boletins de subscrição e compromissos de investimento celebrados, passa a funcionar, tendo seu administrador como o responsável pelas atividades de organização e manutenção de suas atividades; seu gestor como responsável por identificar oportunidades de investimento; e o comitê de investimento, conforme estruturado em cada fundo, com as competências dispostas no respectivo regulamento.

É importante ressaltar o caráter fiduciário com que o administrador e o gestor exercem suas atividades no fundo, uma vez que eles se tornam responsáveis pelo aporte de recursos de terceiros (os cotistas) em companhias, devendo agir com a diligência necessária para proteger os interesses destes tanto no momento anterior ao investimento, quanto após o aporte de recursos em uma sociedade.

18.4.6. Processo de Investimento do FIP na companhia-alvo

Após a constituição do FIP, o gestor começa a realizar os investimentos nas companhias investidas, conforme etapas a seguir resumidas:

(i) Identificação de Oportunidade de Investimento. O gestor, conforme acima exposto, busca no mercado, oportunidades de investimento que se adequem à política de investimento do FIP. Durante referido processo, ele analisa diversas sociedades para identificar aquelas com maior probabilidade de gerar ganhos e retorno aos seus cotistas.

(ii) Tratativas com Alvo Identificado. Uma vez identificada uma oportunidade de investimento, o gestor inicia tratativas com a companhia-alvo, de forma a obter maiores informações. Nesta etapa, há uma análise preliminar das informações da companhia com base exclusivamente em informações transmitidas pela empresa, que deverão ser confirmadas nas etapas a seguir descritas.

(iii) Proposta Não Vinculante. Após a realização de tratativas iniciais, são celebradas propostas não vinculantes entre o fundo e a companhia-alvo, de forma a iniciar a negociação entre as partes, prevendo uma indicação do investimento considerado pelo fundo, a realização de diligências legal e contábil, a aprovação pelo comitê de investimento do fundo (se necessário), a devida confidencialidade em decorrência do fornecimento de informações e demais pontos importantes para a transação.

(iv) Due Diligence. Uma vez celebrada proposta não vinculante, e com a confidencialidade em vigência, o gestor inicia um processo minucioso e detalhado de diligência junto à companhia alvo, contratando, normalmente, terceiros especializados para realização desse trabalho. O período de realização de diligências é fundamental para identificação dos riscos dos potenciais investimentos, sendo peça chave para manutenção dos deveres fiduciários do gestor para com os cotistas do fundo.

(v) Aprovação pelo Comitê de Investimento. Após a aceitação da proposta não vinculante e, antes ou durante o curso da due diligence, o investimento é submetido ao comitê de investimento do fundo para sua aprovação, se assim dispuser o seu regulamento. Tal aprovação, porém, não significa a garantia da realização do investimento, pois a conclusão da due diligence e a negociação dos documentos definitivos da operação e demais condições precedentes que geralmente são pactuadas entre as partes podem trazer diversos obstáculos para sua realização.

(vi) Proposta Vinculante. Com o andamento da realização das diligências e após a aprovação pelo comitê de investimento do fundo (se assim dispuser o regulamento), as partes podem celebrar propostas vinculantes para realização do investimento, sujeitas, porém, à conclusão satisfatória das diligências, celebração de documentos definitivos da transação (acordos de investimento, de acionistas etc.) e demais pontos considerados necessários para efetivação do investimento. Na indústria de *private equity*, é comum que referidas propostas, apesar de serem chamadas de vinculantes como forma de formalização do interesse das partes em concluir a transação, ainda necessitem da confirmação de diversas premissas e condições devidamente pactuadas, e muitas vezes o seu objeto acaba não sendo concretizado.

(vii) Confirmação de Premissas e Condições da Proposta Vinculante. Após a celebração de propostas vinculantes, o relacionamento entre as companhias-alvo e os gestores se estreita. Durante referido período, os membros da equipe do gestor podem auxiliar a administração da companhia em determinados negócios, tendo em vista, conforme acima exposto, a experiência de determinados membros dessa equipe. Referidos atos, porém, não configuram a conclusão do investimento ou qualquer vínculo entre a companhia-alvo e os membros do gestor, mas sim apenas o estreitamento das relações e a boa-fé das partes nas tentativas de consumação da operação e para confirmação das premissas e condições do investimento.

(viii) Celebração dos Documentos Definitivos. Caso as condições previstas na proposta vinculante sejam alcançadas e confirmadas, as partes deverão assinar os documentos definitivos da operação, como, por exemplo, o acordo de investimento e o acordo de acionistas. O acordo de investimento é o documento pelo qual são previstas as condições gerais do investimento, como valor investido, forma de aquisição das ações, *earn out*, declarações e garantias da sociedade e seus acionistas, indenização, arbitragem, etc. O acordo de acionistas é documento que regerá as relações do fundo e dos demais acionistas enquanto integrantes da companhia. No referido acordo, são

garantidos, dentre outras matérias, direitos de governança, quórum de aprovação em assembleia, matérias de veto de assembleia e restrições para transferência de ações. Referidos documentos são fundamentais em uma operação de *private equity*, e sua negociação constitui etapa crucial na negociação de operações, de forma que não se pode considerar a realização de investimento sem que referidos documentos estejam completamente negociados e definidos pelas partes.

(ix) Conclusão e fechamento da operação. Apenas com a celebração dos documentos definitivos e a conclusão de condições precedentes pode haver a efetiva conclusão de uma operação de *private equity*, com o gestor chamando o capital junto aos investidores e aportando referidos recursos na sociedade investida.

18.4.7. Comitê de investimentos

No Brasil, os FIPs captados com recursos de investidores institucionais brasileiros normalmente preveem em seus regulamentos a existência do comitê de investimentos, composto por membros indicados pelos investidores e pelo gestor. A função do comitê de investimento nesses casos é de aprovar os investimentos propostos pelo gestor, funcionando como órgão responsável pela decisão final acerca da realização de um investimento.

Fundos de *private equity* estrangeiros dificilmente possuem comitês de investimento com cotistas detendo o poder de aprovar determinado investimento, uma vez que, no exterior, na opinião dos investidores, referida instância tiraria a celeridade do fundo para realização de investimentos, criando maior burocracia interna na tomada de decisões, o que poderia acabar por retirar do gestor aquela que é a sua principal função no fundo: tomar decisões de investimento, gerando o retorno esperado pelos cotistas.

Investidores nacionais, por sua vez, entendem que o comitê de investimentos é órgão fundamental para os fundos, trazendo maior governança aos FIPs e sendo órgão responsável por manifestar a vontade dos cotistas na tomada de decisões de investimento e desinvestimento.

18.4.8. Os FIPs na recuperação de empresas

A Instrução CVM nº 578/16 estabelece a possibilidade de investimento por parte do FIP em sociedades que estejam, ou possam estar, envolvidas em processo de recuperação e reestruturação, sendo admitida a integralização das cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação da sociedade investida, e desde que o valor desses esteja respaldado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada (art. 20, §§ 6º e 7º).

O FIP merece papel de destaque como instrumento de recuperação, pois possibilita

uma estrutura dinâmica que vai de encontro com os interesses da nova lei de falências, bem como de investidores, credores e devedores.

O maior problema na recuperação de empresas consiste na dificuldade de convergir os interesses dessas partes. Os investidores, que possuem os recursos que possibilitam a recuperação, não se sentem confortáveis a ingressar em uma empreitada de soerguimento, diante da possibilidade de permanência do controle da sociedade nas mãos das mesmas pessoas que participaram da administração ruínosa, bem como de terem seus recursos apreendidos pelos credores, que anseiam por recuperar os créditos a que têm direito. Os controladores de sociedades em dificuldade, por sua vez, relutam em abdicar do seu poder de controle, seja pela incerteza da recuperação da sociedade, seja pela falsa percepção de que ainda podem salvar seu negócio sem que tenham que renunciar a ele.

Nesse sentido, o FIP apresenta uma possibilidade de convergência dos interesses acima elencados e provável solução dos conflitos, podendo ser utilizado como estrutura para possibilitar a reestruturação da empresa em crise.

Uma estrutura com FIPs para reestruturação de empresas em crise pode ser criada com a transferência do poder de controle do antigo controlador para um FIP, gerido por empresa independente, escolhida pelos credores e pelo antigo controlador. Em referida estrutura, ainda é possível a criação de comitês de investimento e de fiscalização integrados por credores e investidores, podendo proporcionar maior segurança à empreitada, uma vez que possibilita aos interessados no processo interferir na gestão do FIP, assim como acompanhar os atos praticados visando à recuperação. Aos credores, em referida estrutura, também caberia papel de destaque, uma vez que esses podem integralizar cotas do FIP através da integralização de créditos e encargos detidos contra a companhia em risco, que, em seguida, podem ser objeto de capitalização na sociedade em recuperação.

Por fim, os fornecedores de bens e equipamentos, assim como os prestadores de serviços, poderão ser convencidos pela sociedade em recuperação a transferir os bens, equipamentos e créditos de que sejam titulares ao FIP. Assim, a unidade produtiva obtém fluxo de caixa compatível com sua situação econômico-financeira, e possibilita aos fornecedores maximizar seus ganhos.

Portanto, o desenho da estrutura do FIP permite o encontro das necessidades dos envolvidos, uma vez que o investimento ingressa na sociedade através desse, o qual necessariamente implicará em mudanças na governança da sociedade investida. Em referida estrutura, o FIP possibilitará a participação das partes envolvidas no processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e em sua gestão.

18.4.9. Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações – FIC-FIP

O artigo 13 da Instrução CVM nº 578/16 estabeleceu a possibilidade de constituição de fundos para investir em Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Ações – Mercado de Acesso, denominados Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIC-FIP). Os FIC-FIPs devem aplicar 90% de seu patrimônio em cotas de referidos fundos.

O investimento em FIC-FIP permite ao investidor, por meio de uma única aplicação, o acesso a um amplo portfólio de fundos, com diversificadas estratégias de investimento, geridos e administrados por diferentes instituições, sem a necessidade de grandes investimentos, nem o acionamento de estruturas internas de acompanhamento. Em razão disso, é bastante atrativo para investidores de menor porte, que não conseguiriam integralizar essa variedade de investimentos, e para investidores de maior porte que buscam diversificar a carteira de investimentos.

A diversificação do portfólio é o ponto mais atrativo dos FIC-FIPs. Os FIPs, por mais liberdades que possam dar aos seus gestores na tomada de decisões, sempre possuem restrições quanto aos tipos de companhias que podem ser investidas ou quanto às regiões geográficas, além de seu capital comprometido, que lhe permite investir em um número limitado de companhias. A diversificação do portfólio de investimentos protege o fundo da volatilidade do mercado sem tirar a possibilidade de grandes retornos, comum nos FIPs. Isso faz com que o FIC-FIP seja uma modalidade de investimento mais segura e tão lucrativa quanto os fundos comuns. Os regulamentos de FIC-FIPs devem se preocupar em determinar com clareza a estratégia de investimento do fundo, sendo importante que os investidores negociem a quantidade máxima de capital que poderá ser investido em um mesmo fundo, não havendo dúvidas de se tratar de um instrumento de grande interesse para os investidores.

18.4.10. Considerações Finais

Não há dúvidas de que o FIP tem se mostrado um instrumento importante para o desenvolvimento da indústria de private equity. Por ser uma estrutura flexível e com vantagens tributárias, sua receptividade junto aos gestores e investidores ganhou forte relevância no mercado. As mudanças que a CVM introduziu na regulamentação dos FIPs atende aos anseios do mercado, aprimorando a utilização desse tipo de fundo.

Certamente, não temos dúvidas que as companhias que receberem investimentos de FIPs terão aprimoramento na sua estrutura de governança corporativa, pois a regulamentação dos FIPs visa não somente criar o ambiente regulatório do referido fundo, mas também aperfeiçoar o cenário de governança corporativa do Brasil, através das suas empresas investidas.

18.5. Fundos 555

FÁBIO AUGUSTO TIZZIANI CEPEDA

SÓCIO-FUNDADOR DE CEPEDA, GRECO & BANDEIRA DE MELLO ADVOGADOS. FOI SUPERINTENDENTE JURÍDICO RESPONSÁVEL PELA ÁREA DE MERCADO DE CAPITAIS DO BANCO ITAÚ, ENTRE 2002 E 2003, E GERENTE JURÍDICO DA BBA INVESTIMENTOS DT VM S.A., EMPRESA DO GRUPO BBA-CREDITANSTALT, ENTRE 1995 E 2002. TRABALHOU DURANTE O ANO DE 1999 NA CAPITAL GROUP, EM LOS ANGELES (EU A), GESTORA DE RECURSOS COM ATUAÇÃO GLOBAL.

18.5.1. Instrução CVM nº 555/14. aplicabilidade e distinção dos demais fundos regulados pela CVM

A Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 555, de 17 de dezembro de 2014, (ICVM 555 ou Instrução), que passou a vigorar em 1º de outubro de 2015, é a principal norma que regula os fundos de investimento no Brasil. Em seu Artigo 1º, a Instrução prevê a sua aplicabilidade “(...) a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à Comissão de Valores Mobiliários - CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos.”

O comando da ICVM 555 quanto à sua aplicabilidade geral a todos os fundos de investimento registrados junto à CVM deve ser interpretado com cautela. A Instrução regula, precipuamente, fundos de investimento cujas carteiras de investimento diferem de forma relevante dos demais fundos regulados por outras instruções e normativos daquela autarquia.

Como exemplo dos principais fundos regulados por outras instruções, temos os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e os Fundos de Investimento em Participações (FIP.) Referidos fundos de investimento são geralmente definidos pela indústria de fundos no Brasil como “fundos estruturados”, diferenciando-se dos fundos regulados exclusivamente pela ICVM 555.

Tais fundos estruturados são assim definidos em razão da maior complexidade e, em regra, menor liquidez dos ativos e operações que compõem as respectivas carteiras de investimento. Como exemplo, os Fundos de Investimento em Participações (FIPs) tem como principal objetivo a participação em companhias nas quais tais fundos possam exercer efetiva influência na gestão, o que resulta em investimentos, na maioria das vezes, em companhias fechadas (não negociadas em bolsa de valores). Já os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) devem investir preponderantemente em imóveis (ou ativos lastreados no mercado imobiliário).

Os fundos de investimento regulados exclusivamente pela ICVM 555, por sua vez, são fundos que devem investir preponderantemente em ativos ou operações nos mercados financeiros e de capitais, os quais possuem, em regra, maior liquidez e menor complexidade para serem negociados.

Essa diferenciação é importante para que se compreenda o universo de fundos que estão efetivamente abrangidos, em todos os aspectos, pela ICVM 555 e os demais fundos que possuem regulamentação própria, como no caso dos fundos estruturados.

No primeiro caso, os fundos são regulados exaustivamente pela ICVM 555, aplicando-se a eles todos os comandos regulatórios previstos na Instrução, de forma automática e exclusiva. Já no caso dos fundos estruturados (e demais fundos de investimento que possuam regulamentação própria), a ICVM 555 se aplica apenas de forma subsidiária. Em outras palavras, na omissão da norma específica aplicável a um determinado tipo de fundo (como exemplo, um FIP), aplicar-se-ão os dispositivos da ICVM 555.

Naturalmente, para os aplicadores do direito isso pode trazer diversos desafios para se distinguir onde há de fato uma omissão da norma específica e onde há, por exemplo, apenas conceitos distintos entre as normas. De qualquer forma, entendemos que a aplicabilidade supletiva da ICVM 555 aos demais fundos que possuam regulamentação própria deve ser realizada de forma cautelosa, nos casos em que fique evidenciada sua efetiva necessidade.

Essas considerações iniciais são fundamentais para que se compreenda qual o universo de fundos de investimento tratados neste capítulo: aqueles fundos cuja aplicação da ICVM 555 se dá de forma automática e exaustiva. São eles os Fundos de Renda Fixa, os Fundos de Ações, os Fundos Multimercado e os Fundos Cambiais. Denominaremos tais fundos, em conjunto, como “Fundos ICVM 555”, que se tornou usual no mercado.

Referidas denominações dizem respeito ao conjunto principal de ativos que serão adquiridos para compor a carteira de investimento de cada fundo, por exemplo, ações de companhias negociadas em bolsa, no caso dos Fundos de Ações, e títulos de renda fixa, no caso dos Fundos de Renda Fixa. Trataremos mais detalhadamente desse tema no decorrer deste capítulo.

18.5.2. Características Gerais dos Fundos ICVM 555

Os Fundos ICVM 555, nos termos da própria Instrução, são “(...) uma comunhão de recursos, constituídos sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”.

Podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem

solicitar o resgate de suas cotas conforme as regras estabelecidas em seu regulamento, ou fechado, em que as cotas somente podem ser resgatadas ao final do prazo de duração do fundo (permitidas amortizações ao longo de tal período, conforme dispuser o regulamento do fundo ou conforme aprovado em assembleia geral de cotistas).

Os Fundos ICVM 555 são regidos por seus respectivos regulamentos, que devem prever, no mínimo, as matérias previstas na Instrução, dentre as quais destacamos: a qualificação do administrador e do gestor do fundo, quando o caso; qualificação do custodiante; espécie (se aberto ou fechado), política de investimento (caracterizando sua classe), taxa de administração e taxa de performance (se aplicável); condições para aplicação e resgate de cotas; público-alvo; e identificação dos riscos assumidos pelo fundo, tendo em vista sua política de investimento.

Além do regulamento, os Fundos ICVM 555 abertos e não destinados exclusivamente a investidores qualificados devem apresentar as chamadas lâminas de informações essenciais, as quais devem conter matérias igualmente definidas pela Instrução, tais como: condições de investimento (i.e. valores de investimento inicial e resgate mínimos, horários para pedidos de aplicações e resgates, entre outros); descrição das 5 espécies de ativos em que o fundo concentra seus investimentos; classificação de risco do fundo (numa escala de 1 a 5, definida pelo próprio administrador em relação aos fundos que administra); histórico de rentabilidade; despesas incorridas pelo fundo; política de distribuição e serviço de atendimento ao cotista.

A reunião desses documentos tem por objetivo prover os investidores com as informações julgadas pela CVM como necessárias para que estes possam, de acordo com suas respectivas qualificações e capacidades de avaliação, realizar investimentos conscientes das características e riscos apresentados pelos fundos. Naturalmente, a lógica prevista na Instrução é que, para investidores com menor grau de sofisticação e capacidade de avaliação, sejam providas informações mais detalhadas e acessíveis. Adicionalmente, determinadas prerrogativas, que podem representar mais riscos para os investidores, são permitidas apenas em fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais. Trataremos mais detalhadamente desse tema ao longo deste capítulo.

O funcionamento dos Fundos ICVM 555 depende de prévio registro na CVM, que deve ser efetuado por seu administrador. O administrador de um Fundo ICVM 555 tem função central em sua constituição, funcionamento e representação. No decorrer deste capítulo abordaremos também quais são e que responsabilidades têm os prestadores de serviço dos fundos.

Em razão da sua natureza de condomínio, compete privativamente à assembleia geral de cotistas dos Fundos ICVM 555 deliberar sobre as principais matérias do fundo, a saber: aprovação das demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador; a substituição do administrador, gestor ou custodiante dos fundos; a fusão, incorporação,

cição, transformação ou a liquidação do fundo; o aumento da taxa de administração, da taxa de performance ou das taxas máximas de custódia; a alteração da política de investimento do fundo; a emissão de novas cotas (no caso de fundo fechado); e a alteração do regulamento, salvo se decorrente de (a) alterações das normas em vigor; (b) de exigência da CVM, de entidade autorreguladora (ANBIMA) ou de entidade administradora de mercados organizados onde as cotas do fundo sejam negociadas (i.e. bolsa de valores); (c) se for necessária em função de atualização dos dados cadastrais do administrador ou dos prestadores de serviço do fundo, tais como alterações nas respectivas razões sociais; ou (d) se envolver somente redução da taxas de administração ou performance).

Dessa forma, as assembleias gerais de cotistas dos Fundos ICVM 555 são soberanas e dão poderes aos cotistas para deliberarem sobre todas as matérias relevantes do fundo no qual investem seus recursos. As convocações para as assembleias devem ser realizadas com no mínimo 10 (dez) dias de antecedência contados de sua realização, as quais devem ser encaminhadas a cada cotista, por meio físico ou eletrônico, podendo ainda ser publicadas em jornal de grande circulação, se assim dispuser o regulamento do fundo. Ainda, a presença da totalidade dos cotistas supre a falta de convocação.

As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos, sendo atribuído a cada cota 1 (um) voto. Podem ser estabelecidos nos regulamentos dos fundos quóruns qualificados para as deliberações, ressalvada a hipótese de destituição do administrador do fundo aberto, cujo quórum não pode ser superior à metade mais uma das cotas emitidas.

18.5.3. Prestadores de Serviço aos Fundos ICVM 555 e suas responsabilidades.

A administração de um Fundo ICVM 555 engloba o conjunto de serviços direta ou indiretamente relacionados ao funcionamento e à manutenção do fundo. Podem ser administradores dos Fundos ICVM 555 as “... pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, nos termos do art. 23 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e instrução específica”.

O administrador tem poderes para praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo de investimento (observadas, por óbvio, as limitações legais e as previstas na ICVM 555), sendo ele o responsável pela constituição do fundo e pela prestação de informações à CVM, na forma da Instrução. A ICVM 555 descreve, em diversos dispositivos, todas as atribuições do administrador, tais como a representação do fundo, envio de informações à CVM e aos cotistas, manutenção do registro e dados dos cotistas, registros contábeis das operações dos fundos, custear as despesas com elaboração e distribuição do material de divulgação do fundo, manter serviço de atendimento ao cotista, observar as disposições constantes do regulamento, cumprir

as deliberações da assembleia geral de cotistas, fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados por ele em nome do fundo, além de diversas outras.

Dentre os poderes concedidos ao administrador, destacamos o de representação do fundo perante terceiros. Nesse sentido é ele quem, em nome do fundo, contrata, com terceiros, determinados serviços previamente identificados na Instrução (com a exclusão de quaisquer outros): gestão da carteira de investimentos dos fundos; consultoria de investimentos; atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros; distribuição de cotas; escrituração da emissão e resgate de cotas; custódia de ativos financeiros; classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; e formador de mercado. Cada um desses serviços só pode ser contratado com terceiros devidamente habilitados e autorizados a prestar tais serviços, nos termos da legislação em vigor.

Dentre os vários serviços descritos na Instrução e que podem ser contratados pelo administrador em nome dos Fundos ICVM 555, iremos nos ater, além do próprio administrador, somente ao gestor da carteira de investimento dos fundos, tendo em vista os papéis fundamentais que esses dois prestadores de serviço exercem na estrutura e funcionamento dos fundos.

A gestão da carteira do fundo é a

“... gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM, tendo poderes para: I – negociar e contratar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros e os intermediários para realizar operações em nome do fundo, bem como firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação dos ativos financeiros e dos referidos intermediários, qualquer que seja a sua natureza, representando o fundo de investimento, para todos os fins de direito, para essa finalidade; e II – exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo.”

Como se pode perceber da leitura do texto da norma, a função de gestor da carteira dos fundos é fundamental para sua estrutura. É o gestor quem identifica, seleciona e realiza a aquisição e venda dos ativos e operações integrantes da carteira do fundo. É ele quem implementa a política de investimentos definida no regulamento do fundo.

Cabe aqui fazermos uma leitura da abrangência da responsabilidade do gestor. Estamos diante de uma obrigação de meio e não de uma obrigação de resultado. Os gestores devem cumprir suas obrigações de forma diligente, de boa-fé, empregando sua *expertise* na busca de resultados para o fundo, seguindo sempre os mandatos

(política de investimento, limites de risco, limites de concentração da carteira, entre outros) definidos na ICVM 555, no regulamento e nos demais documentos aplicáveis a cada fundo.

Os investimentos financeiros que compõem qualquer tipo ou classe de fundo estão sempre sujeitos aos riscos a eles inerentes. A possibilidade de perdas financeiras, mesmo em ativos de menor risco, está sempre presente.

Não podem os gestores, nesse sentido, serem responsabilizados por eventuais perdas ou insucessos verificados nos fundos. Fundamental, dessa forma, identificar em qualquer situação se o gestor agiu respeitando seu dever fiduciário, respeitando os mandatos e a legislação em vigor, somente podendo ser responsabilizado, portanto, quando verificados descumprimentos (por culpa ou dolo) dessas obrigações e não em função dos resultados dos fundos.

Verifica-se na indústria de fundos no Brasil duas situações bastante comuns em termos de administração e gestão de carteira dos Fundos ICVM 555. A primeira em que o administrador é também o gestor da carteira do fundo, acumulando as duas funções. Essa estrutura é mais comumente praticada em grandes conglomerados financeiros, que oferecem aos investidores de seus fundos todos os serviços necessários para sua constituição e funcionamento.

A segunda representa o universo de fundos em que o administrador e o gestor da carteira são entidades distintas e não ligadas por quaisquer vínculos societários. Nesses casos, o administrador é chamado de administrador fiduciário, exercendo os papéis definidos na ICVM 555 com exceção da gestão, desempenhada pelo gestor da carteira.

A própria CVM, em sua Instrução nº 558, de 26 de março de 2015, que regula a atividade de administração de carteira de valores mobiliários, definiu atribuições, obrigações e direitos distintos aos administradores e aos gestores de carteira. Assim, nos termos da nova Instrução CVM nº 558, quando uma mesma instituição (ou mais de uma pertencente ao mesmo conglomerado) quiser prestar as duas funções para um determinado fundo de investimento (administração e gestão de carteira) esta deverá estar habilitada, ou seja, credenciada na CVM, para prestar os dois tipos de serviço: administração fiduciária e gestão de carteira. Essa segregação de atividades se mostra bastante benéfica tanto para a indústria de fundos no Brasil e seus participantes, quanto para os investidores, na medida em que referidas atividades têm de fato naturezas bastante distintas e que podem impactar os investidores de maneiras diversas.

18.5.4. Remuneração dos Prestadores de Serviço, Taxa de Administração e Taxa de Performance-Encargos

A remuneração dos prestadores de serviço aos Fundos ICVM 555, incluindo o

administrador e o gestor de carteira dos fundos, é oriunda da taxa de administração e da taxa de performance que podem ser cobradas pelos fundos.

A taxa de administração corresponde a uma taxa fixa, cobrada em regra como percentual anual do patrimônio líquido do fundo. É obrigação do administrador cuidar para que as despesas com a contratação de terceiros prestadores de serviços (exceção feita ao custodiante) não superem o montante total da taxa de administração fixada no regulamento do fundo. Caso ocorra tal situação, os valores adicionais à taxa de administração deverão ser arcados pelo próprio administrador.

A taxa de performance é a taxa cobrada em função do resultado do fundo ou do cotista. Nesse sentido, ela difere em essência da taxa de administração, uma vez que depende efetivamente dos resultados verificados pelo fundo e dos retornos alcançados, ao passo que a taxa de administração independe de tais resultados. A ICVM 555 coloca diversas condições que devem ser cumpridas para que se possa cobrar a taxa de performance. Como exemplo dessas condições temos: necessidade de estabelecimento de um parâmetro de referência (i.e, um índice de inflação ou um índice de uma bolsa de valores) compatível com a política de investimento do fundo e com os ativos que efetivamente a componham; vedação à vinculação da taxa de performance a percentuais inferiores a 100% do índice de referência; cobrança por período, no mínimo, semestral; e cobrança após a dedução de todas as despesas, inclusive da taxa de administração.

Além disso, existem vedações que devem ser observadas para a cobrança da taxa de performance. Exemplo dessas vedações é a proibição da cobrança quando o fundo apresente para seus cotistas um resultado negativo, ou seja, quando o valor da cota ao final do período de performance for menor do que no início do mesmo período, ainda que o fundo tenha obtido um resultado melhor do que o parâmetro de referência utilizado.

Referidas condições e vedações para a cobrança da taxa de performance previstas na ICVM 555 possuem exceções relevantes, dependendo do público a que se destinam os fundos. Esses diferentes públicos podem ser agrupados em três categorias: Investidores de varejo, investidores qualificados e investidores profissionais. Abordaremos esse tema no próximo tópico deste capítulo.

Por fim, a ICVM 555 estabelece uma lista exaustiva das despesas que podem ser debitadas dos fundos. São elas: taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo; despesas com o registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstas na Instrução; despesas com correspondências de interesse do fundo, inclusive comunicações aos cotistas; honorários e despesas do auditor independente; emolumentos e comissões pagas por operações do fundo; honorários de advogado, custas e despesas processuais

correlatas, incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação imputada ao fundo, se for o caso; parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro e não decorrente diretamente de culpa ou dolo dos prestadores dos serviços de administração no exercício de suas respectivas funções; despesas relacionadas, direta ou indiretamente, ao exercício de direito de voto decorrente de ativos financeiros do fundo; despesas com liquidação, registro, e custódia de operações com títulos e valores mobiliários, ativos financeiros e modalidades operacionais; despesas com fechamento de câmbio, vinculadas às suas operações ou com certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários; no caso de fundo fechado, a contribuição anual devida às bolsas de valores ou às entidades do mercado organizado em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação; as taxas de administração e de performance; os montantes devidos a fundos investidores na hipótese de acordo de remuneração com base na taxa de administração e/ou performance; e honorários e despesas relacionadas à atividade de formador de mercado.

Dessa forma, quaisquer despesas não expressamente previstas como encargos do fundo, conforme lista taxativa acima, são atribuídas ao administrador, devendo ser por este contratadas. Naturalmente, o administrador poderá ajustar com os demais prestadores de serviço do fundo (por exemplo, com o gestor) o custeio de determinadas despesas de interesse desses e que não estejam previstas como encargos do fundo. O comando da Instrução, nesse sentido, é que o responsável pelo pagamento deve ser o administrador e não o fundo, ainda que o administrador possa ser reembolsado pelos demais prestadores de serviço do fundo se assim estiver ajustado entre eles.

18.5.5. Conceitos de Investidores de Varejo, Investidores Qualificados e Investidores Profissionais. Repercussões na ICVM 555

Os Fundos ICVM 555 devem prever em seu regulamento, de forma clara, a que público eles se destinam. Conforme mencionamos anteriormente, esses públicos podem ser: investidores de varejo, investidores qualificados ou investidores profissionais. Caso o fundo seja destinado ao público em geral, ele deve ser entendido com, um fundo destinado inclusive aos investidores de varejo.

Adicionalmente, os fundos poderão ser destinados a um público determinado, como, por exemplo, um único investidor profissional (Fundo Exclusivo) ou grupo de investidores ligados por laços familiares ou societários.

A importância da definição do público a que se destina o fundo se deve ao fato de a ICVM 555 estabelecer determinadas prerrogativas que só podem ser utilizadas por fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados e, em certos casos, somente se destinados exclusivamente a investidores profissionais.

O racional é que tais investidores qualificados e profissionais possuem uma maior capacidade de avaliar e, sobretudo, assumir determinados riscos que não seriam razoáveis aos investidores de varejo, que necessitam, consequentemente, de uma maior proteção regulatória.

Da mesma forma, aos fundos destinados exclusivamente aos investidores qualificados e, especialmente, aos investidores profissionais, existem diversas exceções às vedações impostas aos fundos destinados aos investidores de varejo.

Existem inúmeros exemplos dessas diferenças entre os fundos destinados a esses públicos distintos. Podemos citar algumas distinções relevantes, tais como: limites mais amplos de diversificação da carteira de investimento, ou seja, maior liberdade em suas políticas de investimento; possibilidade de cobrança de taxas de administração e performance com bem menos restrições ou conforme dispuserem seus respectivos regulamentos; possibilidade de utilização de ativos na integralização e resgate de cotas; e ainda, estabelecimento de prazos para conversão de cota e pagamento dos resgates diferentes daqueles aplicáveis aos fundos destinados aos investidores de varejo. falaremos mais detalhadamente de algumas dessas prerrogativas nos tópicos seguintes deste capítulo.

A definição de investidores qualificados e investidores profissionais não se encontra na ICVM 555, mas sim na Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, conforme alterada.

Assim, de acordo com a Instrução CVM 539, são considerados investidores qualificados: pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio (o Anexo 9-B) estabelecido na referida instrução; as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados; os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios, reconhecidos como investidores qualificados, conforme regulamentação específica do Ministério da Previdência Social; e os investidores profissionais.

Por seu turno, são considerados investidores profissionais: instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; fundos de investimento; clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida

por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; investidores não residentes; e os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios, reconhecidos como investidores profissionais, conforme regulamentação específica do Ministério da Previdência Social.

Os demais investidores que não se enquadrem na definição de investidores profissionais ou investidores qualificados são considerados investidores de varejo.

A qualificação dos investidores nas categorias acima descritas é relevante não só para a ICVM 555, mas para todo o mercado de capitais. Isso porque, a aquisição dos demais fundos (por exemplo, fundos estruturados) e outros ativos também pode estar restrita apenas a um determinado público-alvo, com o mesmo objetivo de restringir determinados produtos àqueles que tenham, na opinião da CVM, efetiva capacidade de avaliar e incorrer nos riscos inerentes a tais produtos.

18.5.6. Cotas. Aplicações e Resgate de Cotas. Responsabilidade por patrimônio líquido negativo dos fundos.

Tendo em vista a natureza jurídica de condomínio dos fundos de investimento no Brasil, as cotas dos Fundos ICVM 555 correspondem a frações ideais de seu patrimônio, devendo ser escriturais, nominativas e conferir iguais direitos e obrigações a todos os cotistas.

O valor das cotas deve ser calculado mediante a divisão do valor do patrimônio líquido do fundo pelo número de cotas do fundo, apurados (como regra geral) no encerramento do dia. O cálculo do valor da cota deve ser feito de maneira compatível com sua liquidez, ou seja, com a periodicidade em que são admitidas emissões e resgates de cotas pelos investidores.

Na emissão de cotas deve ser utilizado o valor da cota do dia ou do dia seguinte ao da data de aplicação pelos investidores, conforme dispuser o regulamento do fundo. A integralização das cotas, ou seja, o pagamento pelas cotas adquiridas, deve ser realizado em moeda corrente nacional, salvo se forem fundos destinados exclusivamente a Investidores Qualificados ou Profissionais e os respectivos regulamentos dispuserem que a integralização também pode ser feita em ativos.

As cotas de fundos abertos não podem ser objeto de cessão ou transferência, exceto nos casos expressamente descritos na ICVM 555, quais sejam: decisão judicial ou arbitral; operações de cessão fiduciária; execução de garantia; sucessão universal; dissolução de sociedade conjugal ou união estável por via judicial ou escritura pública que disponha sobre a partilha de bens; e transferência de administração ou

portabilidade de planos de previdência.

Já as cotas de fundos fechados e seus direitos de subscrição podem ser transferidas, através dos termos de cessão e transferência, que devem ser assinados pelos cedentes e cessionários, ou por meio de negociação em mercado organizado (por exemplo, bolsa de valores) em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação.

Um conceito de extrema importância em relação às cotas dos Fundos ICVM 555 diz respeito à responsabilidade por eventual patrimônio líquido negativo. A Instrução dispõe expressamente em seu artigo 15 que “... os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução”. Assim, para os fundos cuja política de investimento permita que sejam incorridos riscos que podem redundar em patrimônio líquido negativo, e se assim dispuserem os respectivos regulamentos, recairão sobre os respectivos cotistas a responsabilidade por tais perdas superiores aos respectivos patrimônios.

Tal dispositivo reforça o conceito geral no sentido de os cotistas assumirem integralmente os riscos inerentes aos investimentos nos fundos. Assim, na ocorrência de perdas nos fundos superiores aos seus respectivos patrimônios líquidos, os cotistas serão chamados a aportar recursos adicionais para fazer frente a tais perdas. Em outras palavras, em situações extremas, os cotistas não só poderão perder os valores investidos, mas também poderão ter que colocar valores adicionais para cobrir o patrimônio líquido negativo, na proporção das cotas por eles detida nos fundos.

Naturalmente, a ICVM 555 deixa claro que se eventuais perdas tiverem sido causadas pelo administrador ou pelo gestor em razão da inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento do fundo ou na própria ICVM 555, deverão estes responder pelos prejuízos causados. Da mesma forma, fica mais uma vez reforçada, por tal dispositivo da ICVM 555, a obrigação de meio (e não de resultado) de tais prestadores de serviço.

Todo cotista, ao ingressar em um Fundo ICVM 555, deverá atestar, através da formalização de termo de adesão e ciência de risco, que teve acesso ao regulamento, à lâmina de informações essenciais (se houver), bem como que tem ciência: dos fatores de risco relativos ao fundo; de que não há qualquer garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam ser incorridas pelo fundo; de que o registro do fundo perante a CVM não implica qualquer garantia por parte da CVM ou julgamento por aquela autarquia sobre a qualidade do fundo ou seus prestadores de serviço (administrador, gestor etc.); e, se assim dispuser o regulamento, de que as estratégias de investimento do fundo podem resultar em perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. O objetivo da ICVM 555 ao estabelecer a obrigatoriedade da formalização do termo

de adesão e ciência de risco por cada investidor ao ingressar no fundo, estipulando inclusive as disposições mínimas que devem constar dos referidos termos (conforme descritas no parágrafo anterior), foi exatamente fazer com que os investidores atestem seu conhecimento sobre a natureza de seus investimentos, que implicam necessariamente riscos e possibilidades de perdas, em contrapartida à expectativa de retorno, como ocorre em qualquer tipo de investimento financeiro.

Quanto ao resgate de cotas, os regulamentos dos fundos devem estabelecer os prazos entre a data do pedido de resgate, a data de conversão de cotas e a data do pagamento do resgate. A ICVM 555 define tais termos como sendo, respectivamente: “a data em que o cotista solicita o resgate de parte ou da totalidade das cotas de sua propriedade; “a data indicada no regulamento do fundo para apuração do valor da cota para efeito da aplicação e do pagamento do resgate”; e “a data do efetivo pagamento, pelo fundo, do valor líquido devido ao cotista que efetuou o pedido de resgate”.

Em outras palavras, o regulamento deve dispor as condições para que os cotistas possam pedir seus resgates, o prazo para que tenham o valor de seus resgates calculados e o prazo para que recebam o pagamento de seus resgates.

A ICVM 555 dispõe ainda que os fundos abertos podem estabelecer prazo de carência para resgate, ou seja, os períodos contados da data de aplicação dos investidores em que não poderão ser realizados resgates ou que os resgates estarão sujeitos a restrições.

O pagamento dos resgates deve ser feito em cheque, crédito em conta corrente ou ordem de pagamento, no prazo estabelecido no regulamento, que não deve ser superior a 5 (cinco) dias úteis contados da data de conversão de cotas.

Os fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais poderão realizar pagamentos de resgate em ativos, bem como em prazos distintos daqueles mencionados na ICVM 555, nos termos que dispuserem seus respectivos regulamentos.

18.5.7. Classes de Fundos ICVM 555. Limites por emissor e limites por modalidade de ativo financeiro. Tipos de fundos (Fundos de Investimento e Fundos de Investimento em Cotas)

A ICVM 555 prevê que os fundos por ela regulados classificam-se, quanto à composição de suas respectivas carteiras, em: Fundos de Renda Fixa; Fundos de Ações; Fundos Multimercado; e Fundos Cambiais.

Os fundos classificados como de Renda Fixa devem possuir como principal fator de risco da carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços ou ambos. Para tanto, precisam investir no mínimo 80% da sua carteira em ativos relacionados (diretamente

ou através de instrumentos derivativos) às referidas variações.

Fundos de Renda Fixa podem ainda ser divididos em 4 (quatro) subclasses, ou os chamados sufixos, pela ICVM 555, que devem ser acrescidos à denominação dos fundos para distingui-los dos demais, de maneira a informar precisamente aos investidores o tipo de fundo que se trata. São eles: Curto Prazo; Referenciado; Dívida Externa e Simples.

Em linhas gerais, os Fundos de Renda Fixa Curto Prazo devem investir exclusivamente em títulos públicos federais ou títulos privados considerados de baixo risco de crédito pelo gestor, com prazo máximo a decorrer de 375 (trezentos e setenta e cinco) dias e prazo médio da carteira do fundo inferior a 60 (sessenta) dias; em cotas de fundos de índice que apliquem somente em tais ativos; e em operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais. Tais fundos só podem realizar operações de derivativos para proteção da carteira (hedge) e para realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.

Os Fundos de Renda Fixa Referenciados devem assegurar que ao menos 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio líquido esteja investido em ativos que acompanhem, direta ou indiretamente, determinado índice de referência—por exemplo, o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) ou o Índice de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA). Tais fundos deverão ter no mínimo 80% (oitenta por cento) do seu patrimônio líquido representado por títulos da dívida pública federal, ativos de renda fixa considerados de baixo risco de crédito pelo gestor, e cotas de fundos de índice que invistam preponderantemente em tais ativos. Devem ainda restringir a atuação nos mercados de derivativos à realização de operações com o objetivo de proteger a carteira (hedge).

Os Fundos de Renda Fixa Simples devem investir no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio líquido em títulos da dívida pública federal, títulos de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituições financeiras com classificação de risco pelo gestor no mínimo equivalente àquele atribuído aos títulos da dívida pública federal; e operações compromissadas lastreadas em tais títulos. Da mesma forma, só poderá realizar operações em mercados de derivativos para proteção da carteira (hedge).

Por fim, os Fundos de Renda Fixa Dívida Externa devem investir no mínimo 80% (oitenta por cento) de seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, transacionados no exterior. Operações de derivativos devem, igualmente, ser realizadas para proteção da carteira (hedge).

Os Fundos de Ações devem ter como principal fator de risco da carteira a variação de preços de ações admitidas à negociação nos mercados organizados (bolsa de valores, por exemplo). Os Fundos de Ações devem investir no mínimo 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido em: ações admitidas à negociação em

mercados organizados; bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidos à negociação em mercados organizados; cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações (neste último caso, negociados em mercados organizados); e Brazilian Depositary Receipts (BDR) classificados pelos normativos da CVM aplicáveis como nível II e III.

É permitido que os Fundos de Ações que utilizem o sufixo “Ações – BDR Nível I” possam também adquirir BDRs classificados como nível I para a composição das respectivas carteiras. Da mesma forma, os Fundos de Ações que utilizem o sufixo “Ações – Mercado de Acesso” e que estipulem em suas políticas de investimento que deverão investir, no mínimo, 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em ações de companhias listadas em seguimento de negociação de valores mobiliários, voltado ao mercado de acesso nos termos definidos pela legislação em vigor e conforme instituído pelos respectivos mercados organizados, poderão investir em referidas companhias, observadas as condições específicas previstas na ICVM 555.

Os Fundos Cambiais devem ter como principal fator de risco da carteira a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial, devendo possuir no mínimo 80% de sua carteira em ativos relacionados (diretamente ou através de instrumentos derivativos) às referidas variações.

Os Fundos Multimercado, por fim, devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em um ou mais fatores em especial.

A ICVM 555 prevê ainda o acréscimo de determinados sufixos complementares em razão das características dos fundos.

Um desses sufixos complementares diz respeito ao tratamento fiscal dos fundos. Nesse sentido, a ICVM 555 determina que os fundos que dispuserem, em seus respectivos regulamentos, que possuem o compromisso de obter o tratamento fiscal destinado a fundos de longo prazo, conforme previsto na regulamentação fiscal em vigor, deverão atender às condições previstas em tais normativos fiscais, bem como deverão incluir o sufixo complementar “Longo Prazo” em sua denominação. Apenas a título de comentário, esse conceito de longo prazo trazido pela regulamentação fiscal implica uma tributação mais benéfica aos investidores, em função de exigir que os títulos adquiridos por tais fundos (o prazo médio da carteira) tenham vencimentos mais longos, tendo sido um instrumento utilizado pelo Governo Federal como estímulo para o alongamento da dívida pública federal.

Dessa forma, poderemos ter um fundo denominado “Fundo de Investimento Multimercado Longo Prazo”, indicando assim a sua Classe de Fundos ICVM 555 e o tratamento tributário que se busca alcançar.

Adicionalmente, os Fundos de Renda Fixa, Fundos Cambiais e Fundos Multimercado que prevejam em sua política de investimento a possibilidade de investirem mais de 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido em ativos emitidos por pessoas físicas ou jurídicas de direito privado (exceto ações de companhias listadas) ou de emissores públicos diferentes da União Federal deverão incluir em sua denominação o sufixo complementar “Crédito Privado”.

Assim, em nosso exemplo anterior, a denominação do fundo ficaria Fundo de Investimento Multimercado Crédito Privado Longo Prazo.

Por fim, os fundos que desejarem aplicar uma parcela relevante de seu patrimônio em ativos no exterior deverão incluir em suas respectivas denominações o sufixo complementar “Investimento no Exterior”. Trataremos mais detalhadamente deste tema no próximo tópico deste capítulo.

Cumpre-nos mencionar ainda, no que diz respeito à composição das carteiras dos Fundos ICVM 555, que, adicionalmente às regras previstas para cada classe de fundo, conforme descritas de maneira resumida acima, a Instrução estabelece ainda regras de diversificação da carteira, agrupadas da seguinte forma: “limites por emissor” e “limites por modalidade de ativo financeiro”.

Como “limites por emissor” a ICVM 555 estabeleceu limites máximos que os fundos podem deter em ativos emitidos por um mesmo emissor ou grupo de emissores. Tais limites dizem respeito, igualmente, aos riscos das contrapartes das operações realizadas pelos fundos. A intenção da CVM, nesse sentido, foi limitar a exposição ao risco de inadimplência de uma única pessoa (física ou jurídica) ou grupo de pessoas ligadas.

Como “limites por modalidade de ativo financeiro” a ICVM estabeleceu limites máximos de concentração por modalidades de ativo financeiro, ou seja, tipo de ativo ou operação financeira a serem adquiridos ou realizados para compor as carteiras dos fundos, que devem ser observados de forma cumulativa aos limites por emissor.

Esses dois grupos de limites de concentração têm por objetivo fazer com que os fundos apresentem uma diversificação de investimentos em suas carteiras, de forma a minimizar potenciais perdas. Mais que isso, a CVM teve por objetivo evitar a concentração da carteira em ativos ou operações de um mesmo emissor ou grupo de emissores, bem como em determinados tipos de operações julgadas pela CVM como de maiores riscos potenciais para os investidores.

Referidos limites são substancialmente mais restritivos para fundos destinados a investidores de varejo, mais amplos para os fundos destinados exclusivamente aos investidores qualificados (por exemplo, alguns limites por emissor são computados em dobro em relação aos limites para os investidores de varejo) e praticamente inexistentes para os fundos destinados exclusivamente aos investidores profissionais.

Como mencionamos anteriormente, a lógica da Instrução é que os investidores mais qualificados possuem maior capacidade de avaliar e assumir os riscos inerentes aos seus investimentos, necessitando consequentemente de menores proteções regulatórias.

Por fim, entendemos ser conveniente mencionar os dois diferentes tipos de fundos de investimento previstos na ICVM 555.

O primeiro tipo diz respeito aos Fundos de Investimento em si, ou seja, aqueles que podem investir nos ativos financeiros e operações diretamente, conforme suas respectivas classes e regras de diversificação.

A Instrução também prevê, em seu artigo 119, o segundo tipo de fundo. São os chamados Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento. Esses “(...) devem manter, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio investido em cotas de fundos de investimento de uma mesma classe (...)”.

Nesse sentido, um Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento de Renda Fixa deve manter no mínimo 95% de sua carteira investida em Fundos de Investimento de Renda Fixa e assim sucessivamente. A exceção diz respeito aos Fundos de Investimento em Cotas da classe Multimercado, que, por sua própria natureza, podem comprar cotas de fundos de investimento de qualquer classe prevista na ICVM 555.

18.5.8. 8. Investimentos no Exterior

Por fim, a ICVM 555 estabelece que as carteiras dos fundos por ela regulados também podem ser compostas “por ativos financeiros no exterior”, desde que respeitadas as condições e limites previstos na Instrução para tanto. Por “ativos financeiros no exterior” devem ser entendidos os ativos financeiros negociados no exterior que tenham a mesma natureza econômica dos ativos financeiros no Brasil.

Desta forma, diferentemente do que ocorre com os demais fundos regulados por instruções específicas da CVM, os Fundos ICVM 555 apresentam uma flexibilidade importante no que diz respeito à aquisição de ativos e realização de operações em mercados no exterior.

Naturalmente, isso representa uma oportunidade bastante interessante para os gestores dos Fundos ICVM 555, que deixam de estar restritos aos mercados brasileiros na busca de diversificação e rentabilidade para as carteiras dos fundos por eles geridos.

Em contrapartida, a CVM também entende que os investimentos dos Fundos ICVM 555 no exterior podem estar sujeitos a riscos distintos daqueles inerentes aos investimentos nos mercados no Brasil. Nesse sentido, foram estabelecidas diversas regras e condições específicas no que diz respeito aos investimentos realizados pelos Fundos ICVM 555.

A principal condição se refere aos limites do patrimônio líquido que os Fundos ICVM 555 podem investir no exterior. Esses limites foram estabelecidos com base no público-alvo de cada fundo, em linha com as regras de maior ou menor proteção regulatória estabelecida pela Instrução dependendo da qualificação dos respectivos investidores.

Nesse sentido, os limites estabelecidos foram: até 20% (vinte por cento) para fundos destinados aos investidores de varejo (com exceção dos Fundos de Renda Fixa Simples, que não podem investir em ativos no exterior); até 40% para fundos destinados exclusivamente aos investidores qualificados (observada a exceção adiante mencionada); e ilimitadamente, ou seja, até 100% nos seguintes casos (a) Fundos de Renda Fixa – Dívida Externa; (b) Fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais e que incluam em sua denominação o sufixo complementar “Investimento no Exterior”; e (c) Fundos destinados exclusivamente a Investidores Qualificados, mas que cumpram requisitos adicionais previstos na ICVM 555 para tanto, tais como a previsão que investirão, no mínimo, 67% da sua carteira em ativos no exterior e incluam em sua denominação o sufixo complementar “Investimento no Exterior”.

Com isso, a ICVM 555 ampliou os limites anteriormente vigentes de investimento em ativos no exterior, não só atendendo a uma demanda da indústria de fundos de investimento no Brasil, mas também permitindo que os investidores possam ter um maior acesso aos mercados no exterior através dos gestores brasileiros, ampliando assim suas alternativas de investimento e gerando uma maior possibilidade de diversificação.

19

SECURITIZAÇÃO

BERNARDO FABIÃO BARBEITO DE VASCONCELLOS

*ADVOGADO FORMADO PELA FGV-DIREITO RIO. MEMBRO DO
CONSELHO DIRETOR DA ABRASCA (SUPLENTE) E DA COMISSÃO
DE MERCADO DE CAPITAIS DA OAB-RJ.*

IGOR MUNIZ

*ADVOGADO. MBA EXECUTIVO CO PPEAD - UFRJ
PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO TRIBUTÁRIO PELO INSTITUTO
BRASILEIRO DE ESTUDOS TRIBUTÁRIOS (IBET). MBA EM
NEGÓCIOS DO PETRÓLEO, GÁS E ENERGIA - CONVÊNIO DO
INSTITUTO BRASILEIRO DO PETRÓLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEIS
(IBP) COM A UNIVERSIDADE DE CAMPOS. MEMBRO EFETIVO DO
INSTITUTO DOS ADVOGADOS BRASILEIROS (IAB). PRESIDENTE
DA COMISSÃO DE MERCADO DE CAPITAIS DA OAB-RJ. MEMBRO
DO CONSELHO DIRETOR DA ABRASCA.*

O presente artigo tratará da securitização em seus aspectos teórico e prático. Nesse sentido, a primeira parte abordará o conceito e o histórico do instituto. Ainda nessa etapa, será realizada uma breve explanação de um dos mais relevantes eventos envolvendo a securitização, que foi a crise do *subprime* de 2008.

A segunda parte versará sobre a estrutura da securitização.

A terceira parte, por sua vez, possui uma conotação mais prática, ao adentrar na realidade dos fundos de investimentos em direito creditórios (FIDCs). Nesse tópico, será analisada uma operação de FIDC implementada na prática. Da mesma forma, a quarta parte buscará demonstrar a prática da securitização imobiliária.

Por fim, será demonstrada a importância da securitização e o seu papel no fortalecimento do mercado de capitais brasileiro.

19.1. Introdução:

19.1.1. Conceito

De forma introdutória, torna-se relevante estabelecer o conceito de securitização e fazer um breve histórico do instituto. O conceito de securitização possui múltiplos significados, de maneira que a doutrina passou a fazer a distinção entre uma definição mais ampla e genérica e outra mais restrita. Tal distinção é relevante, evitando a utilização de um mesmo termo para expressar realidades distintas¹.

De forma didática, a securitização, em sentido amplo pode ser definida como o processo em que ocorre a desintermediação financeira, com a substituição da atividade intermediadora das instituições financeiras pelo financiamento direto dos tomadores de crédito no mercado de capitais².

¹ Melhim Chalhub atenta para essa questão, citando outros doutrinadores. Nesse sentido: "Paulo Câmara observa que a falta de rigor com que a expressão é muitas vezes empregada é de tal modo notado que se chega a questionar a existência de um significado técnico que esteja subjacente àquele conceito: um autor britânico apelidou-o severamente como a buzz word lacking any technical meaning. Similarmente, já houve quem afirmasse tratar-se de um dos termos mais ambíguos do vocabulário jurídico." (CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais* – Estudos e Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 461.)

² Sobre o tema da desintermediação financeira e do sentido amplo do conceito de securitização, vale citar as palavras de Osvaldo Zanetti Favero Junior: "Em uma operação de intermediação financeira típica, tomadores e poupadores de recursos são aproximados através do intermediário financeiro (instituição bancária), autorizado a captar depósitos (passivos) de poupadores e emprestá-los (ativos) para os tomadores. Nesse processo, há uma transação e relação financeira, representando a transação e relacionamento entre o tomador – banco – depositante. O processo de desintermediação financeira envolve a eliminação do intermediário financeiro dessa lógica operacional, fazendo-se com que o processo se dê de forma direta entre entidades do mercado. (...) Verifica-se, portanto, em relação ao seu sentido amplo, que o termo securitização engloba toda transação cursada no mercado de capitais para a captação/aplicação de recursos através de valores mobiliários. Essa definição engloba tanto operações mais tradicionais, como a securitização de dívidas, como as operações mais complexas de securitização de ativos, sendo a vinculação do termo a esta última operação mais comum". *Securitização de Ativos e Transferência de Risco* – Evidências do Mercado de Capitais Brasileiro. 2014.(FAVERO JUNIOR, Osvaldo Zanetti. Dissertação (Mestrado em Ciências) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 26.)

No seu sentido estrito, a securitização corresponde à segregação de ativos específicos e determinados do patrimônio da originadora e sua vinculação a um veículo de propósito específico que, posteriormente, emitirá títulos no mercado de capitais, lastreados nos referidos ativos. Sobre o tema, confira-se o conceito de Uinie Caminha:

"Em sentido estrito, a securitização é uma operação complexa, que envolve alguma forma de segregação de patrimônio, quer pela cessão a uma pessoa jurídica distinta, quer pela segregação interna, e uma emissão de títulos lastreada nesse patrimônio segregado³."

Para fins do presente artigo, será adotada a concepção estrita de securitização⁴."

19.1.2. Breve Histórico da Securitização

Como ocorre frequentemente com os institutos do mercado financeiro e de capitais estrangeiros trazidos para o Brasil, houve uma tradução quase literal do termo em inglês *securitization*. Este último, por sua vez, é um neologismo da palavra *securities*, que pode ser traduzida como "valores mobiliários".

A origem do termo é marcada por uma história que ganhou fama em Wall Street. Nesse sentido, vale citar o relato histórico feito por Ranieri Lewis, ex-vice-presidente da instituição financeira Salomon Brothers:

"O termo securitização tem uma origem interessante. Sua primeira aparição foi em 1977, numa coluna chamada Heard on the Street, do Wall Street Journal. Ann Monroe, a repórter responsável por escrever a coluna, telefonou-me para saber sobre a subscrição feita pelo Salomon Brothers da primeira operação de securitização de créditos imobiliários feita pelo Bank of America. Ela me perguntou que nome eu daria àquela operação, e eu respondi: securitização. Os editores do Wall Street Journal prezam por um bom inglês, e quando a repórter falou em securitização para o seu editor, ele disse não haver essa palavra naquele idioma. Ele acrescentou que a senhorita Monroe estava fazendo uso de um inglês impróprio, e que

3 CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007, p.38.

4 Uma outra definição que merece ser suscitada é a elaborada por Tamar Frankel, Hugh Hall e Jason Vargelis. Os autores definem a securitização da seguinte forma: "*Securitization has also been defined as the sale of equity or debt instruments, representing ownership interest in, or secured by, a segregated, income-producing asset or pool of assets, in a transaction structured to reduce or reallocate certain risks inherent in owning or lending against the underlying assets and to ensure that such assets are more readily marketable and, thus, more liquid than ownership interests in and loans against the underlying assets*". *Securitization – structured financing, financial assets pools, and asset-backed securities – 1995 supplement*, volume I. 1ª edição. Boston-New York-Toronto-London: Little, Brown and Company, 1995, p. 5.

havia necessidade de encontrar um termo melhor do que securitização. Então, tarde da noite eu recebi outra ligação da repórter, perguntando pelo nome correto da operação. Eu disse a ela: “Mas eu não conheço nenhuma outra palavra que descreva o que nós estamos fazendo. Você terá que usar essa palavra”. O Wall Street Journal publicou a coluna com a palavra securitização, sob protesto, esclarecendo tratar-se de um termo inventando por Wall Street, não sendo, assim, uma palavra de verdade⁵.

O relato traz à baila um outro traço marcante do instituto, materializado na correlação histórica entre o mercado de securitização e o setor imobiliário. A doutrina é praticamente unânime em afirmar que a origem contemporânea do instituto está relacionada com o mercado imobiliário norte-americano da década de 1970.

Naquele período, o governo norte-americano constatou que o mercado de hipotecas residenciais não estava em um estágio de desenvolvimento capaz de atender às pujantes demandas por financiamentos imobiliários da população, que estavam sendo impactadas pelo aumento da natalidade do pós-guerra, representando a geração que ficou conhecida como *baby boomers*⁶. Em razão desse cenário, foram criadas novas estruturas no sistema de hipotecas dos EUA, de modo a fomentar um mercado secundário de títulos⁷, atribuindo-se um papel mais relevante às agências governamentais estruturadas para dar suporte ao setor.

Após o relativo sucesso inicial, essas operações estruturadas deixaram de ser um

5 Tradução livre feita por Ricardo Maia da Silva em sua dissertação de mestrado. (SILVA, Ricardo Maia. *Securitização de Recebíveis*: uma visão sobre o mercado de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC). 2010. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Escola de Engenharia de Produção, Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2010. p. 22.)

6 Em linhas gerais, o fenômeno que ficou conhecido como a geração dos *baby boomers* se relaciona com a explosão demográfica que ocorreu após a Segunda Guerra Mundial. Assim, a década de 1970 reflete o início da vida adulta dessa geração, com as consequentes demandas de habitação e consumo.

7 O fortalecimento do mercado secundário está intimamente relacionado com a necessidade de oferecer liquidez aos investidores, que passam a ter um local que agrega compradores e vendedores para o mesmo título, independentemente de sua data de vencimento e outras características que poderiam afetar a rápida monetização deles. Nas palavras de Nelson Eizirik, “...o mercado secundário tem a função de conferir liquidez aos valores mobiliários emitidos no mercado primário, permitindo que os investidores transfiram, entre si, os títulos previamente adquiridos.” (EIZIRIK, Nelson; Ariadna B. Gaal; Flavia Parente & Marcus de Freitas Henriques. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 209).

No mesmo sentido, conferir o Portal do Investidor, site estruturado pela Comissão de Valores Mobiliários, a respeito do tema:

“O mercado primário é aquele em os valores mobiliários de uma nova emissão da companhia são negociados diretamente entre a companhia e os investidores – subscritores da emissão –, e os recursos são destinados para os projetos de investimento da empresa ou para o caixa.

Entretanto, alguns desses valores mobiliários, como as ações, representam frações patrimoniais da companhia e, dessa forma, não são resgatáveis em data pré-definida. Da mesma forma, outros podem ter prazos de vencimento muito longo. Essas características, entre outras, poderiam afastar muitos dos investidores do mercado de capitais, caso eles não tivessem como negociar com terceiros os valores mobiliários subscritos, dificultando o processo de emissão das companhias.

O mercado secundário cumpre essa função. É o local onde os investidores negociam e transferem entre si os valores mobiliários emitidos pelas companhias. Nesse mercado ocorre apenas a transferência de propriedade e de recursos entre investidores. A companhia não tem participação. Portanto, o mercado secundário oferece liquidez aos títulos emitidos no mercado primário.”(http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/mercado_primario.html). Acesso em: 26 jul. 2015.

fenômeno restrito do setor imobiliário, passando a ser um importante instrumento no mercado de capitais e na economia estadunidense.

Como todo movimento que ocorre no mercado de capitais, fruto da globalização e das rápidas trocas de informações intrínsecas aos movimentos e aos fluxos de recursos financeiros, essa nova realidade foi difundida nas principais economias globais.⁸⁻⁹

Um ponto que também explica o rápido processo de difusão das operações de securitização no mercado reside na regulação bancária. Explica-se. Um dos maiores cedentes de carteiras e de créditos para os veículos e estruturas que receberão os ativos segregados são as próprias instituições financeiras. Nesse sentido, elas passam a não estar mais expostas ao risco de crédito dessa carteira cedida, adequando-se aos requerimentos de capitais mínimos exigidos pelos órgãos de regulação (na medida em que a fixação desse capital mínimo está intimamente relacionada com o grau de exposição de risco das instituições financeiras)¹⁰. Trata-se de operação bastante comum, que acabou ficando conhecida como “transferência de risco de crédito”, exercendo, nos dias atuais, um relevante papel no mercado financeiro global.

Na realidade brasileira, é possível afirmar que o instituto começa a surgir em operações datadas do final da década de 80. Inicialmente, a securitização surge como algo incipiente e realizada no mercado internacional pelas companhias que operavam com receitas em moedas estrangeiras. No mercado doméstico, a doutrina e os estudiosos do tema citam a operação da Mesbla Trust como um divisor de águas no contexto inicial da securitização no país. Thais Romano Cançado e Fabio Gallo Garcia fazem as seguintes considerações:

8 Osvaldo Zanneti Favero Junior faz um interessante relato desse processo em sua dissertação de mestrado, na qual afirma:

“Conforme visto, o processo de securitização teve sua origem com as agências de fomento americanas no início da década de 1970, especificamente no mercado de financiamento imobiliário, como um esforço de busca de fontes alternativas de recursos à tradicional captação via depósitos, pois esta forma de captação não supria mais a crescente demanda de financiamento imobiliário nas instituições de depósitos tradicionais (thrifts). Posteriormente, a partir de 1977, com a emissão do Bank of America, outras instituições bancárias privadas (que não as agências de fomento) passaram a utilizar de forma mais frequente essa estrutura, como forma de captação de recursos.

Na década de 1980, com o sucesso do processo de securitização iniciado no mercado de financiamento imobiliário (mortgage-backed securities), essa estrutura começou a ser aplicada a outros produtos, como financiamento de automóveis, recebíveis de cartões de crédito etc. (denominados então de asset-backed securities – ABS), começando, a partir de tal década, também a se disseminar para outras partes do mundo (Hull, 2012).

(...)

Dessa forma, verifica-se que a operação de securitização se disseminou para além dos ativos aos quais foi originalmente idealizada, tomando grandes proporções em relação ao volume transacionado, passando, então, a ser associada a mudanças na forma de operação dos bancos, documentada a partir da década de 1980 (Gorton & Metrick, 2011).” Ob. cit., p.30.

9 Sobre o tema, Melhim Chalhub afirma que “Contemporaneamente, esse processo vem se firmando nos mercados financeiro e de capitais a partir da prática do mercado americano e tem sido assimilada de maneira generalizada em todo mundo.” Ob. cit., p. 461.

10 Tamar Frankel e Mark Fagan apontam esse aspecto como um dos motivadores para o sucesso das operações de securitização: “Opportunities for profit mobilized the securities industry to develop securitization techniques. Legal requirements, such as capital requirements, induced banks to sell their assets, reduce their short-term liabilities, and thereby increase their equity and long-term debt. For holders of loans, securitization lowered the cost of funding, and, for banks, it also reduced the cost of legally required capital.” Law and Financial system – securitization and asset backed securities: law, process, case studies and simulations. Vandeplas Publishing. 2009. p.35.

“O mercado doméstico de securitização no Brasil tem um histórico modesto. A primeira operação foi realizada em 1994 pela empresa Mesbla Trust, que emitiu debêntures lastreadas em créditos originados pela Mesbla S.A. (rede de lojas de departamentos). Além do pioneirismo, essa operação é também importante pelo ocorrido após a emissão dos títulos: a falência da originadora dos créditos. Apesar da desagradável surpresa, o resultado final foi bastante positivo. A segregação dos ativos da entidade emissora em relação aos da originadora foi legalmente validada e os investidores receberam o retorno de seus investimentos de acordo com o programado.”¹¹

Após essas operações, houve a promulgação de alguns diplomas legais que foram fundamentais para o desenvolvimento da securitização no país, especialmente através das companhias securitizadoras de ativos imobiliários e dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs). Essas figuras serão estudadas nos capítulos subsequentes, mas, a título de menção, vale citar a Lei nº 9.514/97, que instituiu o regime fiduciário sobre créditos imobiliários e criou a figura dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs); a Instrução CVM nº 414/04¹², que aperfeiçoou a disciplina dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, após a regulação inicial dos Fundos de Investimento Imobiliário pela Instrução CVM nº 205/96; a Resolução nº 2.907¹³ do Conselho Monetário Nacional e a Instrução CVM nº 356/01¹⁴, ambas regulando os FIDCs.

19.1.3. A crise do *subprime* como um importante evento histórico da securitização

Ao analisar o histórico da securitização, torna-se imperioso mencionar a crise norte-americana das hipotecas residenciais de 2008, vulgarmente conhecida como a crise do *subprime*.

O termo *subprime* representa os financiamentos de hipotecas para mutuários que possuem um grau de risco de crédito superior ao da média dos demais mutuários. Como a expressão pode sugerir, eles estariam em uma classificação de risco inferior quando comparados aos tomadores de créditos “*prime*”¹⁵.

11 CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fabio Gallo. Securitização no Brasil. São Paulo: Atlas, 2007, p. 19.

12 A Instrução CVM nº 414/04 foi alterada pelas Instruções nº 443/06, 446/06, 480/09, 554/14, 583/16, 600/18, 603/2018 e 604/18.

13 A Resolução CMN nº 2.907/2001 foi alterada pela Resolução CMN nº 4.694/2018.

14 A Instrução CVM nº 356/01 foi objeto de várias alterações, implementadas pelas Instruções nº 393/03, 435/06, 442/06, 446/06, 458/07, 481/10, 489/11, 498/11, 510/11, 531/13, 545/14, 554/14 e 558/15.

15 Bhardwaj and Sengupta (2009)[5], for example, define ‘subprime’ and ‘Alt-A’ relative to the First American Loan Performance database they employ — ‘subprime pools include loans to borrowers with incomplete or impaired credit histories while Alt-A pools include loans to borrowers who generally have high credit scores but who are unable or unwilling to document a stable income history or are buying second home or investment properties’ (fn 12, p.10). WILSE-SAMSON, Laurence. The Subprime Mortgage Crisis: Underwriting Standards, Loan Modifications and Securitization (February 2010). Disponível em: http://www.columbia.edu/~lhw2110/Subprime_survey_Samson.pdf. Acesso em: 26 jul. 2015.

Na década de 1990 e nos primeiros anos da década de 2000, houve uma forte expansão do setor de hipotecas residenciais, impulsionados por taxas de juros artificialmente baixas e ampla concessão de crédito, sem que o devido cuidado com as garantias fosse realizado. Laurence Wilse-Sansom, em artigo publicado pela Universidade de Columbia, demonstra esse processo ao afirmar que

“Between 1997 and 2007 average annual nominal house price growth was 6.5%. Assessing whether or not this formed a ‘bubble’ requires some notion of fundamental determinants of housing prices. Demand side drivers could include incomes, access to credit, population and preferences”¹⁶.

Ainda nesse trabalho, o autor cita Robert Shiller, vencedor do prêmio Nobel de Economia de 2013, que descreve a situação pretérita à explosão da crise do subprime da seguinte forma:

“Shiller (2008, p.34) considers ratios of home prices to building costs, rent and personal income and finds that home prices at 2004 were looking ‘very anomalous’ (emphasis in the original). Shiller (2008, p.4)[70] argues rather that the boom was driven by ‘an epidemic of irrational public enthusiasm for housing investments’. Slightly more precisely, he describes this as (p.41) ‘the social contagion of boom thinking, mediated by the common observation of rapidly rising prices’.”¹⁷

Essas hipotecas, por sua vez, eram securitizadas e repassadas para investidores, instituições financeiras e outros agentes que participam dessas operações, sendo certo que, como é próprio em tais estruturas, todo o risco, via de regra, é transferido para a cessionário. Assim, não havendo qualquer retenção de risco ou coobrigação da cedente, as instituições que detinham os títulos estavam sujeitas a riscos excessivos e consideráveis, cuja assunção, em certa medida, foi incentivada pelas baixas taxas de juros praticadas nos Estados Unidos. Portanto, pode-se afirmar que a crise do subprime também foi uma crise da securitização. Ao mostrar essa correlação, Laurence Wilse-Sansom relembra que “During this time, in line with conventional mortgages, an increasing proportion of subprime mortgages were securitized (reaching 58.7% in 2003, up from 28.4% in 1995).”¹⁸

16 WILSE-SAMSON, Laurence. The Subprime Mortgage Crisis: Underwriting Standards, Loan Modifications and Securitization. (Fev. 2010). Disponível em: http://www.columbia.edu/~lhw2110/Subprime_survey_Samson.pdf. Acesso em: 26 jul. 2015.

17 WILSE-SAMSON, Laurence. The Subprime Mortgage Crisis: Underwriting Standards, Loan Modifications and Securitization. (Fev. 2010). Disponível em: http://www.columbia.edu/~lhw2110/Subprime_survey_Samson.pdf. Acesso em: 26 jul. 2015.

18 WILSE-SAMSON, Laurence. The Subprime Mortgage Crisis: Underwriting Standards, Loan Modifications and Securitization. (Fev. 2010). Disponível em: http://www.columbia.edu/~lhw2110/Subprime_survey_Samson.pdf. Acesso em: 26 jul. 2015.

Quando as condições de mercado se alteraram substancialmente, afetando a renda desses mutuários e reduzindo de forma abrupta os valores dos imóveis, que eram oferecidos em garantia, houve uma explosão de inadimplência nesses títulos que haviam sido securitizados, trazendo drásticas perdas às instituições financeiras, aos fundos de investimentos e aos demais investidores que neles aplicaram. Neil Fligstein e Adam Goldstein, em artigo publicado pela Universidade de Berkeley, descrevem esse cenário da seguinte forma:

The main cause of the “Great Recession” was the unraveling of the mortgage securitization industry beginning in 2007. What had been a relatively small niche market at the beginning of 1990s, was transformed into the core activity of the financial sector of the American Economy from 1993-2007. Indeed, at its peak in 2003, the financial sector was generating 40% of the profits in the American economy with around 10% of the labor force (Fligstein and Shin, 2007; Krippner 2010). These profits were mostly being made from businesses centering on and related to the selling of mortgages and the creation of various forms of mortgage backed securities and related financial products.

(...)

By aggressively pumping so much credit into housing markets, the banks helped fuel a housing price bubble on which the MBS boom fed. The inevitably peaking of this bubble in late 2006 set off a wave of mortgage defaults that reverberated back through the mortgage industry and global financial markets.¹⁹

Os efeitos nefastos que essa crise gerou na economia global são amplamente conhecidos, gerando uma restrição de crédito global, um cenário de risco sistêmico para as instituições financeiras (tendo em vista operarem em um regime bastante integrado e de intensa troca de operações), o que impactou a economia e a produção real, com fortes reflexos na renda e nos empregos de toda a população.

Não se pode negar que as estruturas de securitização continuarão a ser utilizadas, já que são estruturas eficientes e maximizadoras de riqueza, gerando resultados líquidos favoráveis para toda a sociedade. Entretanto, tais estruturas, quando desvirtuadas ou submetidas a uma fraca ou inexistente regulação, podem gerar efeitos deletérios para toda a economia global. Stijn Claessens and Laura Kodres, no artigo *The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis: Some Uncomfortable Questions*, publicado pelo Fundo Monetário Internacional, apontam essa questão, ao afirmarem

“Financial liberalization and deregulation constitute a fourth commonly

¹⁹ FLIGSTEIN, Neil; GOLDSTEIN, Adam. *Catalyst of Disaster: Subprime Mortgage Securitization and the Roots of the Great Recession* (Set. 2011). Disponível em: <https://irle.berkeley.edu/catalyst-of-disaster-subprime-mortgage-securitization-and-the-roots-of-the-great-recession/>. Acesso em: 26 jul. 2015.

*identified contributor to crisis conditions. Observers have emphasized such moves as the removal of barriers between commercial and investment banking in the United States and the greater reliance of banks on internal risk management models, all of which occurred without a commensurate buildup in supervisory capacity.*²⁰

A crise trouxe à baila o importante papel que a regulação deve exercer no sentido de evitar ou mitigar eventuais excessos ou desvirtuamentos gerados no mercado financeiro e de capitais. Dados os limites desse trabalho, esse ponto não será objeto de maior aprofundamento.

19.2. Estrutura da securitização

Conforme explicitado, a securitização é um fenômeno complexo, representado por múltiplas e diversas estruturas. Dessa forma, qualquer tentativa de buscar homogeneizar esse amplo rol de operações esbarrará em um natural limitador. Assim, o presente capítulo versará sobre a estrutura do instituto da forma mais ampla possível, encontrando os traços que são comuns nessa multiplicidade de operações, sem, entretanto, ter o intuito de esgotar o tema.

Unie Caminha, atenta à questão, afirma que a “a securitização passa a ser estudada como conjunto de negócios jurídicos que, apesar de apresentar estrutura flexível, mantém, certas características constantes, sempre visando à desintermediação e à pulverização do risco”.²¹ Ainda sobre o tema, a autora afirma: “Por não haver estrutura única legalmente imposta à securitização, e pela flexibilidade que pode ter, a securitização pode ser adaptada a diversas necessidades, ser mais complexa ou mais simples, envolver mais ou menos partes”²².

Do ponto de vista de uma estrutura “padrão” da securitização, pode-se afirmar, de início, que haverá a figura do originador dos créditos. Tal originador seria a gênese do processo, ou, em outras palavras, a primeira ponta de toda a estrutura. O originador poderá ceder bens, direitos ou, até mesmo, expectativas de direitos.

Esse originador ou o estruturador da operação constituirá um veículo de propósito específico, que poderá ser uma sociedade ou um fundo. A título de lembrança, vale mencionar que, nos países que adotam a common law, há a figura do trust, que também poderá servir como uma espécie de veículo de propósito específico²³.

20 CLAESSENS, Stijn; KODRES, Laura. The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis: Some Uncomfortable Questions (Mar. 2014) Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1446.pdf>. Acesso em: 26 jul. 2015.

21 CAMINHA, Unie. op. cit., p.100.

22 CAMINHA, Unie. op. cit., p.100.

23 Sobre o tema, vale citar as palavras de Unie Caminha: Com efeito, configura-se o trust pela entrega de bens pertencentes a uma pessoa (denominada settlor) a outra pessoa (que se denomina trustee) para que deles faça uso conforme

O próximo passo do processo é a segregação do ativo do patrimônio do originador, que se dá por meio da transferência deste para o veículo de propósito específico, de modo a afastar o risco empresarial do cedente sobre tais ativos. Essa transferência se opera, em regra, por meio de uma cessão de crédito ou de uma cessão de contrato.

Essa operação de cessão possui vantagens consideráveis se comparada ao processo normal de tomada de crédito direto com as instituições financeiras (intermediação bancária clássica), já que, por meio da securitização, em que há a desintermediação financeira, os originadores dos créditos conseguem, em regra, a oferta de crédito com custos mais baixos, além de poder fazer um planejamento com prazos maiores do que aqueles praticados no processo de intermediação bancária clássica.

Ainda sobre a estruturação do processo, vale ressaltar que é possível a realização de operação de securitização tendo como lastro créditos ainda não formalmente constituídos, chamados no mercado financeiro de créditos “não performados”, isto é, direitos de crédito ainda não definitivamente constituídos em razão da competente prestação ainda não ter se concretizado. Nessa espécie de securitização, os “recebíveis não performados” servem de base para a emissão dos valores mobiliários, caso em que o investidor assume o risco de o crédito não se materializar. São exemplos dessa espécie de securitização aquelas baseadas em compras feitas por meio de cartão de crédito, em créditos decorrentes do fornecimento de energia elétrica e em royalties

determinado encargo que lhe tenha sido cometido. Mediante a instituição do trust, o settlor efetivamente transfere a propriedade dos bens objeto do trust ao trustee, que assume a obrigação de administrá-los conforme as orientações recebidas em benefício de um terceiro, que seria o beneficiário do negócio. Trata-se, assim, de um típico negócio fiduciário.

Ocorre, porém, que a propriedade do trustee sobre os bens não é definitiva, e sim temporária e limitada à subsistência do trust. Isso se torna possível porque, nas legislações baseadas no modelo anglo-saxão, existe a possibilidade de dicotomia da propriedade, ou seja, de co-existência de duas propriedades sobre um mesmo bem. Assim, o trustee teria a nominal property do bem, enquanto o beneficiário do trust seria titular da equitable property. O trustee não é mero mandatário ou administrador dos bens, mas efetivamente proprietário com poderes de disposição sobre eles. Todavia, esse poder de disposição é limitado pelo dever de administrar a coisa em proveito do instituidor ou beneficiário.

É exatamente essa dicotomia da propriedade, dividida em “propriedade de garantia” e “propriedade de fruição”, que faz do trust o VPE mais adequado à securitização, visto que reúne todos os elementos necessários à segregação do patrimônio, além de tratamento tributário diferenciado (no Direito norte-americano e em outros países onde é utilizado) e total controle do patrimônio pelo seu administrador.

Ocorre que é difícil a transposição do conceito de propriedade resolúvel para sistemas jurídicos de base romano-germânica, e, por isso mesmo, o trust não é um instituto previsto no Direito brasileiro, a exemplo da maioria dos sistemas jurídicos baseados nesse modelo. Assim, no Brasil os veículos utilizados nas securitizações são sociedades anônimas ou fundos mútuos de investimento. “CAMINHA, Unie. op. cit., p. 102 - 104.

Ainda sobre o tema da importação do instituto do trust para o Brasil, Eduardo Salomão Neto assim se manifesta: “Obviamente, poder-se-ia cogitar, de lege referenda, da introdução do trust no Brasil. Dada a natureza jurídica do instituto, seria necessário de início a modificação das regras referentes ao caráter absoluto e à indivisibilidade do direito de propriedade. Tentar a introdução do trust sem tal reforma seria precipitar o ordenamento jurídico brasileiro na prática de vários estados cujo direito não deriva do common law, como o México e a província canadense de Quebec. Tais jurisdições procuraram estabelecer institutos assemelhados ao trust, respectivamente sob as designações de fideicomisso e fiducie, através de atos legislativos específicos. Não conseguiram porém criar verdadeiros trusts em virtude de não introduzirem reforma radical em seu ordenamento jurídico, reforma essa que teria de eliminar a impossibilidade da dualidade de direitos de propriedade.” (SALOMÃO NETO, Eduardo. *sO Trust e o Direito Brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996, p. 80.)

Consulte-se ainda a obra de referência de CHALHUB, Melhim. *Trust – Perspectivas do direito contemporâneo na transmissão da propriedade para administração de investimentos e garantias*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, e ainda OLIVA, Milena Donato. *Patrimônio Separado – herança, massa falida, securitização de créditos imobiliários, incorporação imobiliária, fundos de investimento imobiliário, trust*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

decorrentes da exploração de petróleo.

Em sua obra *Securitização no Brasil*, Thais Romano Cançado e Fabio Gallo Garcia citam um exemplo de securitização de créditos que ainda estava por ocorrer²⁴. Em 2003, o Clube de Futebol Real Madrid fez uma contratação valiosa, envolvendo uma quantia elevada de recursos, que foi a aquisição dos direitos federativos de David Beckham. O Clube, buscando fontes de recursos para amortizar a contratação, resolveu securitizar os recebíveis da venda das camisas do Real Madrid com o nome do jogador. Esse exemplo reforça a criatividade e o amplo espaço de operações que podem ser formatadas através da securitização²⁵.

Um dos pontos mais relevantes nesse processo de segregação é, indubitavelmente, a qualidade do ativo que representará o lastro da futura emissão dos títulos securitizados no mercado. Nesse sentido, desnecessário afirmar que, quanto mais robusta for a qualidade dos créditos, mais fácil será a sua colocação no mercado, além de representar custos menores de captação para o originador.

Outro ponto relevante versa sobre a homogeneização dos contratos e créditos cedidos, já que a prática do mercado demonstra que, quanto mais similares e da mesma natureza eles forem, mais fácil será seu agrupamento e estruturação. Ao analisar a qualidade dos créditos, a Austin Ratings, agência especializada em emitir relatórios de risco para emissões de valores mobiliários, por exemplo, avalia as seguintes variáveis (dentre outras):

“Nível de Perda Histórico: O histórico de performance da carteira de créditos lastreante de uma operação é fator-chave dentro da análise da qualidade da carteira, visto que permitirá aos analistas conhecerem a sensibilidade desta aos cenários de stress econômico (severidade de perdas), sendo de suma importância para a realização das projeções que seguirão.

Níveis de Concentração: Os analistas procuram identificar os níveis de concentração das operações por produto, o volume por cliente e ticket médio. É observada, adicionalmente, a concentração por tipo de cliente, setorial e geográfica. Esta análise permitirá à Austin enxergar a exposição total da carteira ao risco de inadimplência por cliente (sacado), setor de atividade, regiões, entre outros. Especificamente para o caso dos créditos imobiliários, a Austin examina também a concentração dos recebíveis por empreendimento imobiliário, associando a esta as características deste

24 CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fabio Gallo. *Securitização no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007.p.2.

25 Sobre essa flexibilidade na criação de estruturas, Melhim Chalhub afirma que “Há uma elástica diversidade de créditos suscetíveis de securitização, que, segundo João Calvão da Silva, dá origem a um mercado de hybrid securitization: aos tradicionais activos financeiros (créditos pecuniários presentes), juntam-se novos assets que, embora não representem de imediato qualquer cash flow, o seu valor intrínseco ou valor potencial permite gerar fluxos de fundos in futurum”. Ob. cit., p.463.

empreendimento (tais como: localização, padrão e velocidade de vendas de unidades).

*Garantias Contratuais: A qualidade futura de uma carteira securitizada está fortemente relacionada com as garantias das quais os recebíveis dispõem (alienação fiduciária de bens, por exemplo), na medida em que estas tendem a estimular a adimplência dos clientes (sacados)*²⁶.

Uma questão que demonstra, de forma clara, a importância da segregação dos ativos decorre do fato de que a situação econômico-financeira do originador é muito menos relevante do que a qualidade dos créditos e dos contratos que foram cedidos, na medida em que o patrimônio do originador não é responsável pela solvabilidade dos títulos que serão emitidos no mercado pelo veículo de propósito específico.

Imbuída da necessidade de garantir essa efetiva segregação, fortalecendo, assim, a segurança jurídica no mercado de capitais, a Lei nº 11.101/05, que regula a recuperação judicial, extrajudicial e a falência, foi expressa a respeito dos créditos oriundos da securitização, ao afirmar, no Art. 136, § 1º, que na "*hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador*".²⁷

Entretanto, para que se alcance essa efetiva blindagem e segurança jurídica na operação, torna-se mandatório que, no processo de segregação, ocorra a efetiva venda/transferência dos recebíveis. Trata-se de medida fundamental para que se evitem futuros questionamentos, na hipótese de insolvência ou falência do originador dos créditos. Por esse motivo, os ativos devem ser transferidos sem direito de regresso ou coobrigação do originador, no que é conhecido, no jargão de mercado, como *true sale*. O instituto pode ser descrito como "o coração da questão legal em processos de securitização (...)" *Isso se deve porque se a securitização é um verdadeiro true sale os investidores têm o direito legal sobre os recebíveis*²⁸.

Confira-se o que expõem Erik Oioli e Vanessa Faleiros a respeito da *true sale*:

26 http://www.austin.com.br/Metodologia/SECURITIZA%C3%87%C3%83O_DE_RECEB%C3%8DVEIS/869. Acesso em: 26 jul. 2015.

27 Sobre o tema da segregação de ativos e falência do cedente, vale mencionar o exemplo do "Fundo Parmalat", citado pela Procuradora da CVM Ilene Patrícia de Noronha Najarian: "No início possuía o rating "AAA" da Agência Standard and Poor's (S&P), após descoberto o escândalo e iniciada a crise da empresa no Brasil, com a suspensão dos pagamentos a fornecedores e da entrega do leite, a agência reavaliou o rating do fundo e manteve a mesma nota, entendendo à época que nada havia mudado quando à qualidade dos recebíveis encarteirados....Tirando o fato de que os investidores do fundo Parmalat contavam com um investimento de três anos e tiveram de se conformar com a rentabilidade proporcional aos meses da aplicação, eles saíram ileso, sem nenhum prejuízo.

O sucesso no encerramento prematuro do Fundo Parmalat demonstrou a perfeita segregação do risco com a venda perfeita e acabada dos recebíveis da companhia originadora dos ativos e cedente para o fundo..." (NAJJARIAN, Ilene Patrícia de. *Securitização de Recebíveis Mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 124-125.)

28 LIMA NETO, Lucas Lima. *Securitização de ativos: Iniciando a exploração da nova fronteira*, 2007. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Programa de Pós-Graduação de Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2007. Disponível em: <http://tede.mackenzie.br/jspui/handle/tede/680>. Acesso em: 11 jun. 2021..

Renato Jabur e José Barreto da Silva Netto resumem este conceito da seguinte forma: True Sale é toda cessão de créditos considerada final e definitiva no caso de, em uma securitização, sobrevir a falência da cedente. Se a venda dos créditos é uma true sale, em caso de tal falência os créditos não são arrecadados à massa falida, e os investidores que adquiriram títulos lastreados nesses créditos não são afetados.

No direito brasileiro haverá true sale se os requisitos legais exigidos para cessão de créditos forem atendidos, podendo apenas ser invalidada ou tornada ineficaz a cessão de crédito pelo juízo competente caso seja realizada:

i) Em fraude contra credores, inclusive da massa falida, se o cedente estiver insolvente ou se com ela passar ao estado de insolvência;

ii) Em fraude à execução, caso a cessão de créditos seja realizada no curso de demanda judicial em face do cedente e esta transferência de ativo resulte na dificuldade da execução em juízo;

iii) Em fraude à execução fiscal, se o cedente tiver celebrado a cessão de créditos em prejuízo à Fazenda Pública por crédito tributário inscrito como dívida ativa e não possuir outros bens para o pagamento do débito fiscal; e

iv) Em fraude falimentar, caso o único objetivo da cessão tenha sido prejudicar credores provando-se o consilium fraudis entre o cedente e terceiro, neste caso, o investidor, e o efetivo prejuízo sofrido pela massa falida.²⁹

Justamente em razão desse cenário, é comum a solicitação de uma “legal opinion”³⁰

29 OIOLI, Erik F.; FALEIROS, Vanessa Zampolo. Transferência e Retenção de Riscos na Securitização. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; e MUNIZ, Igor (org.) *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

30 Antonio Felix de Araujo Cintra e Renato Berger, na obra *Pequeno Dicionário de IPO*, ao analisar o instituto no contexto de ofertas públicas de valores mobiliários, definem a legal opinion como um “parecer elaborado pelos escritórios de advocacia envolvidos na operação, a respeito dos contratos assinados pelas partes e as informações contidas no prospecto da emissão.” (Disponível em: http://www.swisscam.com.br/files_revista/27_50_juridico.pdf. Acesso em: 9 ago.2015). Já Eduardo Salomão Neto destaca o que segue: (...) normalmente se solicitam, como condição para desembolso dos valores da operação, que os escritórios de advocacia brasileiros que representaram os agentes de colocação ou mutuantes, e os que representaram os mutuários, emitam cartas formais atestando a legalidade da transação. Tais cartas são chamadas de legal opinions. Sua exigência deriva de prática legal norte-americana, que se espalhou para os demais países dada a preponderância da economia e agentes financeiros dos Estados Unidos... Basicamente, uma legal opinion de advogado brasileiro começa definindo a lista de documentos sobre os quais se pronuncia. A seguir define seus pressupostos, que são fatos que aceita sem ulterior investigação. A ausência de investigação decorre do fato de que as circunstâncias pressupostas normalmente estariam além do conhecimento do advogado emissor da carta....Outro pressuposto comumente adotado é o de que os documentos apresentados são originais genuínos ou cópias genuínas dos originais, e isso em virtude do fato de que os escritórios de advocacia não aceitam responsabilidade por falsificação ou inautenticidade da documento

de um escritório de advocacia atestando que a venda dos recebíveis é uma operação perfeita e acabada, não existindo direito de regresso na transação.

Ainda nesse contexto, o *true sale* não impede que alguns mecanismos de reforço de crédito sejam implementados no processo de estruturação da operação (ou sejam inerentes aos próprios créditos), o que é conhecido pelo nome de *credit enhancements*. Alguns desses reforços serão estudados em momento oportuno, quando as estruturas específicas forem analisadas³¹.

a eles submetida. Na sequência, a legal opinion passa a enunciar a sua essência: as conclusões que quer submeter a seus destinatários. (SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. São Paulo: Atlas, 2011, p. 447-448.)

31 Em linhas gerais e se valendo mais uma vez das métricas da Austin Ratings, as principais espécies de *credit enhancements* são as seguintes:

“Spread Excedente - O primeiro tipo de reforço de crédito que será observado pela Austin é o spread excedente, ou seja, a diferença entre a taxa de remuneração a ser recebida pelos ativos lastro (ligada a taxa de cessão) e a remuneração mais encargos a serem pagos pelo emissor. O spread excedente (*excess spread*) representa para um valor mobiliário ou título produto de securitização a primeira proteção contra as perdas no conjunto de ativos lastreante. Assim, quanto maior for o spread excedente, menor deverá ser o impacto das perdas dos ativos para a operação e, portanto, melhor deverá ser o nível de risco de uma operação.

Subordinação - A estrutura de subordinação, emissão de duas ou mais classes de papéis (sênior e subordinada, por exemplo) é a mais comumente utilizada em operações de FIDC, mas também se afiguram em estruturas de securitização de recebíveis imobiliários. Esta estrutura tende a conferir ao longo da operação um colchão de liquidez contra as perdas dos ativos lastreantes dos papéis emitidos. Isto é, as classes mais juniores (subordinadas), na maioria das vezes retida pelo originador, sofrem os efeitos das perdas nos recebíveis anteriormente às classes mais seniores. Considerando esta característica, a Austin examinará basicamente a relação existente entre o volume emitido de cada uma das classes (por exemplo, relação de 25% entre cotas subordinadas e seniores). Posteriormente, este percentual é contraposto ao percentual estimado de perda da carteira que serve como lastro. A princípio, a maior relação apresentada deverá representar um melhor reforço de crédito. Entretanto, a análise não se limitará apenas ao aspecto quantitativo, devendo ser levadas em consideração, principalmente, as características da carteira lastreante. Ocasionalmente, a Austin poderá sugerir aos estruturadores a alteração dos percentuais originais de subordinação, a fim de possibilitar a melhora do rating e maior conforto para o investidor.

Sobrecolateralização - A sobrecolateralização (*over collateral*) é um tipo de reforço de crédito bastante utilizado em operações de recebíveis imobiliários. Consiste na cessão, por parte do originador, de um volume de ativos lastro superior ao valor da emissão. Assim, quanto maior for este percentual excedente (por exemplo, 30% de *over collateral*) melhor será a proteção contra as perdas na carteira. Para a Austin, a qualidade efetiva deste reforço dependerá, todavia, das características dos recebíveis. Da mesma forma que nas estruturas de subordinação, a Austin poderá sugerir aos estruturadores a aquisição de um volume superior àquele originalmente definido.

Conta Reserva - A conta reserva é um mecanismo largamente utilizado em operações com modelagem de Project Finance. Este reforço consiste na retenção de recursos (e posterior aplicações em títulos de liquidez) por parte do originador dos recebíveis. Trata-se de um colchão de liquidez, que poderá ser formado já no momento da captação dos recursos ou ao longo do prazo da operação, especialmente no período de carência. Neste último caso, é realizado com a retenção de spread excedente, de volumes adicionais cedidos ou por meio de caução de fluxos futuros “extra-operação”). A Austin avaliará, de maneira mais positiva, um mecanismo que preveja a formação antecipada deste colchão de liquidez, muito embora este normalmente possa estar comprometido não com a amortização dos papéis emitidos, mas sim com custos e despesas de obras a serem realizadas para que um ativo comece a gerar os ativos lastreantes de uma operação. A Austin observará, adicionalmente, a qualidade de crédito e a liquidez dos títulos onde estarão alocados estes recursos, bem como a qualidade da instituição que fará a sua gestão (provavelmente um *trustee* especializado). Desse modo, o adequado volume de recursos e a liquidez desta garantia serão sempre fatores fundamentais para a sua efetiva contribuição para um melhor rating de crédito.

Fianças - Operações de securitização, sobretudo aquelas de recebíveis imobiliários originados por um único contrato (risco concentrado) podem contemplar garantias representadas por cartas de fiança ou algum tipo de coobrigação solidária. No caso de uma operação que envolva este tipo de reforço de crédito, a Austin fará uma avaliação do perfil de crédito do fiador (solidário). O rating da operação poderá ser influenciado pela qualidade de crédito (*rating*) do fiador. Geralmente, os estruturadores buscarão agregar às operações grandes empresas multinacionais ou instituições

A próxima etapa abrangerá a emissão e subscrição dos títulos pelos investidores, que, seguindo a lógica e as demandas do mercado, será estruturada com um perfil de curto, médio ou longo prazo, com taxas maiores ou menores. Aqui, abre-se margem para a criatividade e o amplo espaço de criação de estruturas, sempre de acordo com o que o ordenamento jurídico permite ou não proíbe de forma expressa ou implícita. Apenas a título de exemplo, é possível citar o processo de transformação de créditos de curto prazo em longo prazo, que é realizado através da técnica de substituição constante de créditos por outros que sejam da mesma espécie e natureza, desde que possuam um termo de vencimento mais longo. Nos EUA, tal técnica ficou conhecida como “revolving credits”.

Esse passo a passo da securitização foi descrito com precisão por Tamar Frankel e Mark Fagan:

“First, lenders, usually Institutions, make loans to borrowers. Sometimes mortgage brokers contact borrowers and connect them with the lenders.

Second, often the loans are purchased by intermediaries that design and create the securitization. They are called “sponsors” or “Originators.”

Third, the loans are pooled and transferred to an entity called Special Purpose Vehicle (SPV) or Special Purpose Entity (SPE). This entity is organized by the lenders or by the Originators.

Fourth, often the risk of the asset pool is supported by a collateral or other “credit enhancement mechanisms,” such as guarantees.

Fifth, the SPC issues its securities which are then sold by Market intermediaries. These securities are often segmented into classes or “tranches” based on seniority of payment.

*Sixth, a secondary market in the securities is developed by Market intermediaries, such as securities brokers.*³²

financeiras comprovadamente sólidas, de modo a prover para efetivamente um reforço a estrutura da operação. Em alguns casos, porém, o próprio originador poderá oferecer a coobrigação. Neste caso, a Austin se utilizará de uma análise mais aprofundada sobre os possíveis riscos transmitidos pelo originador. Esta garantia poderá não ser entendida como um reforço de crédito, devendo a nota refletir fielmente a própria qualidade de crédito do originador.

Seguros - Algumas operações podem contar com seguros financeiros, que visam cobrir riscos operacionais e pré-operacionais. Em operações que envolvem este tipo de reforço de crédito, a Austin fará uma avaliação da capacidade da seguradora e da resseguradora de honrarem este compromisso na eventualidade do sinistro. O risco destes participantes será ponderado no rating atribuído.

Disponível em: http://www.austin.com.br/Metodologia/SECURITIZA%C3%87%C3%83O_DE_RECEB%C3%8DVEIS/869. Acesso em: 26 jul. 2015.

32 FAGAN, Mark; FRANKEL, Tamar. Law and Financial system – securitization and asset backed securities: law, process, case studies and sumulations. Vandeplas Publishing, 2009, p.17.

Assim, tendo sido expostas as linhas gerais da estrutura da securitização, passa-se à análise dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), uma das principais espécies de veículos de propósito específico utilizada na prática da securitização do mercado de capitais brasileiro.

19.3. Estruturas/veículos de securitização:

19.3.1. Considerações Gerais sobre Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs)

A criação do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) remonta ao ano de 2001, quando foi editada a resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.907/2001 e a Instrução CVM nº 356/01.

Conforme explicitado anteriormente, os FIDCs são um dos principais instrumentos da securitização no Brasil, servindo como uma das espécies de veículos de propósito específicos. Nos FIDCs, a securitização se opera mediante a segregação de determinados ativos, que são transferidos da titularidade de uma instituição financeira ou uma empresa que seja parte em diversas operações a prazo, chamado originador, para o Fundo, que terá as suas cotas ofertadas no mercado de capitais.

Em obra específica sobre o tema, a ANBIMA define os FIDCs como

uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido à aquisição de recebíveis ou direitos creditórios. Esses ativos podem ser originados por diferentes setores da economia, que utilizam a securitização por meio do FIDC como fonte alternativa de recursos e instrumento de desintermediação financeira. Os FIDCs são regidos por normas do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários, devendo as características específicas de cada estrutura ser definidas em regulamento e prospecto, e disponibilizadas ao mercado. De fato, o regulamento do fundo é o principal documento de toda a estruturação do FIDC e deve descrever a política de investimento, bem como os direitos e obrigações das partes envolvidas na operação, inclusive no que se refere aos investidores, que devem ser qualificados ou profissionais, conforme as regras estabelecidas pela CVM.³³

Os FIDCs são formados, como regra geral, por direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de

33 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. / Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. - Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015.

serviços, e os *warrants*. De acordo com o § 1º, Art. 40, da Instrução CVM nº 356, a carteira de um FIDC deve ser alocada em um percentual mínimo de cinquenta por cento de direitos creditórios, sendo possível aplicar o remanescente de seu patrimônio em títulos de emissão do Tesouro Nacional, de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de emissão de estados e municípios, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS).

Nos últimos anos, os FIDCs têm atuado como importante mecanismo de financiamento com custos mais baixos aos encontrados no sistema bancário, especialmente para sociedades empresárias de médio porte. Antes da criação dessa estrutura, o acesso ao mercado de capitais estava restrito às companhias abertas, impedindo que outras espécies societárias gozassem das benesses do processo de desintermediação bancária e acesso direto ao mercado de capitais (e, conseqüentemente, usufruindo de menores custos em seus financiamentos).

Ricardo Silva, citando os posicionamentos da antiga CETIP (atualmente B3) e da ANBIMA, afirma que os FIDCs são estruturados para alcançar diversos objetivos, dentre os quais é possível elencar os seguintes:

“Obtenção de financiamento: empresas de diversos segmentos (comercial, industrial ou de serviço, inclusive financeiro) securitizando sua carteira de recebíveis como forma de captar recursos. O objetivo varia, desde conseguir recursos para abater dívidas e/ou melhorar a estrutura do balanço, até buscar capital de giro para suas atividades operacionais. Financeiras e bancos de pequeno porte têm a alternativa de securitizar as suas carteiras de créditos – a exemplo do crédito consignado – assim como uma empresa não financeira pode vender direitos a receber de clientes ou de outras empresas de grande porte, tais como redes de supermercados, reduzindo o tempo de giro de seus recursos. Esta alternativa tem sido vista como um aprendizado para empresas menores que, a partir do relacionamento com consultorias de natureza diversas, passam a adotar processos mais sofisticados e lidar com a necessidade de disponibilizar informação – procedimentos comuns em sociedades de capital aberto –, mostrando-se como um embrião de um possível acesso direto ao mercado de capitais. A maior preocupação com a qualidade da carteira de clientes (origem dos recebíveis) também é uma característica de empresas que passam a utilizar um FIDC para captar recursos.

Financiamento de fornecedores e clientes: grande empresa (ou grupo de empresas de um mesmo setor) financiando seus fornecedores de bens e serviços a partir da constituição de um FIDC, com base nos créditos que estes têm contra ela. O objetivo é assegurar aos fornecedores a possibilidade

de antecipação dos recursos a um custo mais baixo do que o do crédito bancário, sem alterar o prazo original de pagamento. Além de viabilizar uma redução do custo financeiro dos fornecedores, que no futuro poderá resultar em um recuo dos preços de produtos e serviços fornecidos para a empresa sacada, existe a expectativa de fidelização do fornecedor.

*Fluxo de caixa: grupo econômico constitui um FIDC com o objetivo de centralizar a gestão do caixa, reduzir custos financeiros e aumentar a rentabilidade de empresas controladas e coligadas. Neste formato, cujas cotas não são ofertadas no mercado, as empresas com deficiência de caixa vendem seus recebíveis para o fundo, a um custo menor do que o da rede bancária, enquanto as que estão superavitárias dentro do conglomerado aplicam seus recursos a taxas mais atrativas de mercado*³⁴.

Os objetivos e a lógica econômica mencionada acima podem ajudar a entender as razões pelas quais houve uma grande popularização dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, cujas emissões saíram da escassa quantia de 300 milhões de reais, em 2002, para mais de 12 bilhões, em 2010³⁵. Em relação às estatísticas, deve-se ter em mente o grande espaço que a securitização, especialmente através dos FIDCs, ainda pode desempenhar na economia brasileira.

Um ponto a ser ressaltado é que o FIDC, diferentemente de outras estruturas de securitização e, assim como outros fundos, possui, nos termos da legislação de regência, natureza jurídica de condomínio, conforme estabelecem o Art. 3º, I e o Art. 24, inciso I, da Instrução CVM nº 356/01, conforme alterada. Por sua natureza jurídica, pode-se depreender que os cotistas do fundo não são titulares dos ativos do FIDC, mas tão-somente das suas cotas. Essas cotas, por sua vez, representam uma fração ideal do patrimônio³⁶.

A Instrução CVM nº 356/01 traz importantes definições sobre o FIDC, tais como os conceitos de fundo aberto e fechado, a natureza e espécies de suas cotas, a natureza jurídica do Fundo, entre outras³⁷. A leitura desses conceitos legais sem uma explicação

34 SILVA, Ricardo Maia. *Securitização de Recebíveis: uma visão sobre o mercado de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC)*. Rio de Janeiro: UFF, 2010. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2010. p.22.

35 SANTOS, Cláudio Gonçalves dos; CALADO, Luiz Roberto. *Securitização: novos rumos do mercado financeiro*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2013, p. 97.

36 Vale mencionar que existem vozes dissonantes da posição que enxerga os fundos de investimentos como condomínios. Nesse sentido, recomenda-se a consulta às obras de Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado* (Rio de Janeiro: Renovar, 2009) e *Do Negócio Fiduciário à Fidúcia* (São Paulo: Atlas, 2014.), que defendem, em apertada síntese, a tese do patrimônio de afetação, em que é sustentada a ausência de ligação entre os conceitos de pessoa e patrimônio. Assim, essa desvinculação permitiria a instituição de massas patrimoniais autônomas, visando à efetivação dos fins para os quais elas foram instituídas.

37 Pela relevância do tema, vale citar tais definições, expostas no art. 2º e incisos da referida Instrução, conforme alterada, nesses pontos, pelas Instruções CVM nº 393/2003, 442/2006, 531/2013 e 554/2014. Nesse sentido: Art. 2º “Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se:

I – direitos creditórios: os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os warrants, contratos e títulos referidos no § 8º do art. 40, desta Instrução;

mais aprofundada pode representar uma tarefa árdua. Nesse contexto, a autora Pamela Romeu Roque trabalha essas definições de forma didática, conforme pode ser constatado pela passagem abaixo:

O FIDC é uma comunhão de recursos constituído sob a forma de condomínio aberto – em que os condôminos podem solicitar resgate de cotas, em conformidade com o disposto no seu regulamento – ou fechado – em que as cotas somente podem ser resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou em virtude de sua liquidação, admitindo-se, ainda, a sua amortização por disposição do regulamento ou decisão da assembleia geral de cotistas, que tem como objetivo de investimento a aquisição preponderante em ativos financeiros expressamente previstos na regulamentação. O seu patrimônio é representado por cotas, sendo que cada uma delas, como regra geral, outorga a seu titular o direito a um voto nas assembleias gerais dos cotistas. Esse direito de voto pode ser limitado ou diferenciado para classes distintas de cotas, desde que expressamente previsto no regulamento.

Com efeito, as cotas podem ser de classe sênior ou subordinada. As seniores têm prioridade sobre as subordinadas no recebimento dos valores de remuneração, amortização e resgate; entretanto, entre os titulares das cotas seniores, não podem ser constituídos privilégios ou preferências, independentemente da série a que pertençam.

Ressalta-se, ainda, que a estrutura operacional de um FIDC depende da

-
- II – cessão de direitos creditórios: a transferência pelo cedente, credor originário ou não, de seus direitos creditórios para o FIDC, mantendo-se inalterados os restantes elementos da relação obrigacional;
 - III – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC: uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios;
 - IV – Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FICFIDC: uma comunhão de recursos que destina no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em cotas de FIDC;
 - V – fundo aberto: o condomínio em que os condôminos podem solicitar resgate de cotas, em conformidade com o disposto no regulamento do fundo;
 - VI – fundo fechado: o condomínio cujas cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou de cada série ou classe de cotas, conforme estipulado no regulamento, ou em virtude de sua liquidação, admitindo-se, ainda, a amortização de cotas por disposição do regulamento ou por decisão da assembleia geral de cotistas;
 - VII – parcela preponderante: é aquela que excede 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido do fundo;
 - VIII – investidor qualificado e investidor profissional: são aqueles assim definidos em regulamentação específica;
 - IX – cedente: aquele que realiza cessão de direitos creditórios para o FIDC;
 - X – custodiante: é a pessoa jurídica credenciada na CVM para o exercício da atividade de prestador de serviço de custódia fungível;
 - XI – cota de classe sênior: aquela que não se subordina às demais para efeito de amortização e resgate;
 - XII – cota de classe subordinada: aquela que se subordina às demais para efeito de amortização e resgate;
 - XIII – séries: subconjuntos de cotas da classe senior dos fundos fechados, diferenciados exclusivamente por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração, quando houver;
 - XIV – amortização: é o pagamento aos cotistas do fundo fechado de parcela do valor de suas cotas, sem redução de seu número; e
 - XV – coobrigação: é a obrigação contratual ou qualquer outra forma de retenção substancial dos riscos de crédito do ativo adquirido pelo fundo assumida pelo cedente ou terceiro, em que os riscos de exposição à variação do fluxo de caixa do ativo permaneçam com o cedente ou terceiro.”

*atuação de diversos prestadores de serviços, aos quais é atribuída uma série de regras e obrigações para a sua boa estruturação e funcionamento. Dentre eles, citamos: administrador, gestor, custodiante, agência de classificação de risco, auditor independente, estruturador, master servicer e consultores especializados.*³⁸

Outra característica que merece ser citada é a vedação que existe à aquisição de direitos creditórios, de um mesmo devedor além do limite de 20 por cento³⁹, salvo exceções específicas, com o objetivo de aumentar a segurança dos investidores, já que tal medida gera a necessidade de diversificação das carteiras.

Os avanços nas estruturas do FIDC estão sendo realizados pela CVM ao longo dos anos. Nesse sentido, o ente regulador passou a exigir que houvesse a padronização contábil dos fundos, adequando-os à uniformização global gerada pelo International Financial Reporting Standards (IFRS), especialmente no que se refere ao princípio da primazia da essência sobre a forma no momento de elaboração das demonstrações contábeis. Sobre esse ponto, a ANBIMA afirma que

“Nesse esforço, destaca-se a Instrução CVM nº 489/11, a partir da qual a forma de contabilização da receita advinda da alienação de recebíveis nas operações com direitos creditórios passou a ser diferenciada em função da retenção ou não dos riscos e benefícios do ativo financeiro, objeto da cessão pelos cedentes. Essa norma se baseou na Resolução CMN nº 3.533/08, que dispõe sobre procedimentos para classificação, registro contábil e divulgação de operações de venda ou de transferência de ativos financeiros, inclusive sobre a venda de créditos para os FIDC⁴⁰.”

Além da alteração acima, como será tratado em capítulo próprio, a CVM passou a exigir que a política de investimentos do Fundo indique as condições de cessão dos direitos creditórios⁴¹, passou a fazer maiores exigências no que se refere às informações prestadas sobre os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios⁴² e determinou que, nos casos em que a instituição administradora atue na condição de contraparte do fundo, a atuação desta ocorra com a finalidade exclusiva de realizar a gestão de caixa e liquidez do fundo⁴³. Também foi reformulado o dispositivo referente à atividade do custodiante (Art. 38) e aquele referente à contratação de serviços pelo Fundo (Art. 39),

38 ROQUE, Pamela Romeu. *Securitização de Créditos Vencidos e Pendentes de Pagamento e Risco Judicial*. São Paulo: Almedina, 2014, p. 41 (Coleção Insuper).

39 “Art. 40-A. O fundo poderá adquirir direitos creditórios, observada a vedação de que trata o § 2º do art. 39, e outros ativos de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, no limite de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido.” (Instrução CVM nº 356/2001, nesse ponto, pela Instrução CVM nº 531/2013).

40 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. / Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015.

41 Alteração no Art. 24, V, da Instrução CVM nº 356/2001 determinado pela Instrução CVM nº 531/2013.

42 Inclusão dos parágrafos 3º e 4º no artigo 24 da Instrução CVM nº 356/2001 determinada pela Instrução CVM nº 531/2013.

43 Nova redação do inciso IV do parágrafo 1º do artigo 24 da Instrução CVM nº 356/2001 determinado pela Instrução CVM nº 531/2013.

tudo de modo a evitar fraudes.

Mais recentemente, a Instrução CVM nº 554/2014, que altera a Instrução CVM nº 356/2001, entre outras alterações, revogou o valor mínimo para realização de aplicações de R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais), o que permite que um público maior tenha acesso a esse tipo de investimento. Também foram alterados os critérios aplicáveis aos destinatários das ofertas públicas de cotas do fundo nos casos em que a concentração dos direitos creditórios corresponda a mais de 20% de uma mesma pessoa ou entidade, situação em que a oferta pública de cotas do fundo poderá ser destinada à subscrição por não mais que 50 (cinquenta) investidores profissionais, devendo ser negociadas no mercado secundário exclusivamente para investidores profissionais⁴⁴

19.3.2. Principais agentes envolvidos na estruturação do FIDC:

Como amplamente mencionado, existe uma gama de agentes envolvidos em uma estrutura de securitização. Esses agentes terão distintas responsabilidades e obrigações, de modo a criar uma estrutura apta a gerar os resultados esperados por todos os participantes envolvidos na operação. No caso específico dos FIDCs, assim como ocorre em outras formas de securitização, o estruturador (que será uma sociedade empresária ou uma instituição financeira) exercerá papel fundamental, já que auxiliará no processo de escolha dos recebíveis que irão compor a carteira do fundo. Outras funções que o estruturador poderá exercer estão relacionadas à contratação dos agentes que participarão da operação, além de fazer um breve estudo econômico e contábil do FIDC.

Como ocorre com frequência em qualquer operação realizada no mercado de capitais, o assessoramento jurídico é essencial para a criação de uma estrutura hígida de securitização. Esse assessoramento incidirá sobre a elaboração e revisão dos contratos e documentos da operação, dentre os quais o regulamento do fundo e o contrato de cessão dos direitos creditórios. Além disso, será fundamental para a preparação dos documentos necessários para a oferta das cotas do fundo no mercado de capitais, que pode se dar por meio da chamada oferta de varejo ou através de esforços restritos de colocação, em atenção às instruções da CVM que regulam a matéria⁴⁵.

⁴⁴ Art. 40-A, § 4º, II, na redação determinada pela Instrução CVM nº 554/2014.

⁴⁵ A oferta pública poderá se dar ao abrigo da Instrução CVM nº 400/2003 (que regula a chamada oferta de varejo), conforme alterada pelas Instruções CVM nº 429/06, 442/06, 472/08, 482/10, 488/10, 507/11, 525/12, 528/12, 531/13, 533/13, 546/14, 548/14, 551/14, 566/15, 571/15, 583/16, 584/17, 588/17, 595/18, 600/18, 601/18 e 604/18 ou da Instrução CVM nº 476/2009, (que trata da oferta pública de esforços restritos), conforme alterada pelas Instruções CVM nº 482/10, 488/10, 500/11, 551/14, 554/14, 583/16, 585/17, 600/18, 601/18 E 605/19. A doutrina destaca, entre outros pontos, que o traço mais marcante de distinção entre as instruções é a maior agilidade e simplificação do processo previsto na Instrução 476. Entretanto, tal agilidade e simplificação têm como contraponto o fato de a oferta apenas poder ser direcionada para investidores profissionais e, mesmo assim, em número limitado de pessoas, já que há uma presunção de que tais investidores possuem um maior grau de compreensão do mercado de capitais e dos riscos envolvidos nos produtos financeiros ofertados. Sobre o tema, Nelson Eizirik assim se manifesta: "Tais ofertas não estão sujeitas às regras de registro previstas na Instrução CVM nº 400/2003, ficando automaticamente dispensadas do registro de distribuição de que trata o caput do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976, devendo o intermediário da oferta apenas informar o seu encerramento à CVM no prazo de 5 dias. Essa dispensa proporciona, entre outros efeitos, uma maior agilidade na colocação de valores mobiliários, uma redução dos custos inerentes ao processo de distribuição de valores mobiliários e uma maior segurança aos emissores

Um dos principais agentes envolvidos no FIDC é o administrador da carteira, que exercerá o papel de representante legal do fundo. A regulação da CVM, no Art. 32 da Instrução CVM nº 356, admite que a administração seja realizada por um dos seguintes agentes: banco de investimento, banco múltiplo, banco comercial, corretora de títulos e valores mobiliários, Caixa Econômica Federal, sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários ou sociedade de crédito, financiamento e investimento. As funções do administrador do fundo elencadas na legislação são bastante extensas e de alta responsabilidade, cabendo a ele, por exemplo, prestar e divulgar informações do fundo aos cotistas e à CVM, bem como fiscalizar a atuação dos terceiros contratados pelo fundo.

A depender das condições de estruturação do FIDC, poderá ocorrer a atuação de duas pessoas jurídicas distintas, quais sejam o administrador e o gestor do fundo, como menciona Daniela Marin Pires:

sCompete ao administrador o exercício da administração “corporativa” do fundo, exercício esse entendido como ter a responsabilidade pela intermediação entre o fundo e os cotistas, bem como entre o fundo e a CVM, no que concerne ao envio de informações e relatórios a essa autarquia, ao atendimento de exigências feitas por ela, bem como naquilo atinente à função de relacionamento e fiscalização dos terceiros prestadores de serviços contratados pelo fundo, mediante a manutenção das regras e controles internos desenvolvidos pelo administrador, a fim de que este possa diligenciar o cumprimento das obrigações assumidas pelos aludidos prestadores (...)

Saliente-se que, por outra via, o gestor do fundo fica com a incumbência de selecionar os direitos creditórios que integrarão a carteira do fundo objetivando sempre a alta pulverização destes e o baixo índice de inadimplência – sempre respeitando a política de investimento e as condições da cessão – e de precificar os aludidos ativos. Por força dessas incumbências, em geral os recursos recebidos pelo pagamento de taxa de administração são destinados ao gestor e não ao administrador.⁴⁶”

O custodiante, figura de grande relevância no mercado de capitais, exercerá as seguintes funções: validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento; receber e verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços; durante o funcionamento do fundo, em periodicidade

quanto à inexigibilidade de registro na CVM, tendo em vista a incerteza que caracteriza o conceito de oferta pública”. (EIZIRIK, Nelson; Ariádna B. Gaal; Flavia Parente & Marcus de Freitas Henriques. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 3. edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p.157.).

⁴⁶ Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). São Paulo: Almedina, 2013 – (Coleção Insuper), pp.101-102.

trimestral, verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços; realizar a liquidação física e financeira dos direitos creditórios, evidenciados pelo instrumento de cessão de direitos e documentos comprobatórios da operação; fazer a custódia e a guarda da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo; diligenciar para que seja mantida, às suas expensas, atualizada e em perfeita ordem a documentação dos direitos creditórios, com metodologia preestabelecida e de livre acesso para auditoria independente, agência de classificação de risco de crédito contratada pelo fundo e órgãos reguladores; e cobrar e receber, em nome do fundo, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos diretamente em conta de titularidade do fundo ou conta especial instituída pelas partes junto a instituições financeiras, sob contrato, destinada a acolher depósitos a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de requisitos especificados e verificados pelo custodiante (*escrow account*)⁴⁷. Recentes alterações nesse tocante na regulamentação editada pela CVM serão abordadas a seguir.

Há também a figura do consultor especializado, que recebeu especial enfoque do regulador por meio da Instrução CVM nº 531/2013. Em linhas gerais, ele auxilia o gestor ou administrador na apreciação e seleção dos direitos creditórios que irão compor a carteira do fundo.

As agências de *rating*, atualmente reguladas pela Instrução CVM nº 583/16, por sua vez, também atuam na estruturação do fundo, já que o Art. 3º, inciso III, da Instrução CVM nº 356/01, na redação da Instrução CVM nº 554/2014, determina que “*cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento do País*”. Em que pese não ser um sistema infalível, conforme foi constatado na crise dos *subprime* de 2008, marcada por graves erros cometidos pelas principais agências de *rating* globais, a dinâmica de atribuir *ratings* e classificações para as emissões auxilia na mensuração do risco por parte do mercado, como assinala Daniela Marin Pires:

“A análise feita pela agência de rating engloba, dentre outros aspectos, o exame: (i) dos riscos legais e operacionais envolvidos; (ii) da solidez financeira do originador – quando há coobrigação deste na cessão dos direitos creditórios ao fundo ou quando trata-se de recebíveis a performar; (iii) da espécie de ativo que representa os recebíveis, ou seja, a qualidade da carteira de recebíveis securitizada; (iv) do modo de cobrança destes, uma vez que um eficiente controle de pagamentos garante a pontualidade nos recebimentos; (v) da análise histórica dos pagamentos efetuados pelos devedores dos recebíveis nos últimos anos; (vi) da solidez financeira

47

É o que dispõe o Artigo 38 da Instrução CVM nº 356/2001, alterado, nesse ponto, pela Instrução CVM nº 531/2013.

*da instituição financeira responsável pela cobrança dos recebíveis, ou seja, a diferença entre a remuneração a ser recebida pelo ativo lastro e a remuneração a ser paga pelo emissor; (viii) da estrutura jurídica da operação; e (ix) do impacto da ausência de verificação de lastro pelo custodiante, quando for o caso, na classificação concedida*⁴⁸.

O que pode ser percebido é que há um ganho de escala, na medida em que a agência de classificação de risco, através de sua estrutura especializada, realiza diversas análises. Caso cada uma dessas avaliações tivesse de ser feita por um agente distinto, haveria um enorme impacto em questões de tempo, sinergia de análises, entre outros fatores⁴⁹.

Outro aspecto a ser ressaltado no processo de avaliação do rating dos emissores refere-se ao fato de não ser um estudo estático, sofrendo contínuas reavaliações, a depender das alterações das condições do fundo ou questões mais complexas, como alterações macroeconômicas do país. Assim, com base nessas reavaliações, as notas de crédito poderão ser majoradas, quando houver motivos favoráveis para tal procedimento, ou rebaixadas, na hipótese de deterioração das condições anteriormente existentes⁵⁰.

O auditor independente, que deverá ser habilitado e registrado na CVM, apreciará a qualidade da carteira de direitos creditórios do fundo. Como resultado final de sua atuação, ele deverá emitir um parecer sobre as demonstrações financeiras do FIDC, que passará pelas aplicações financeiras, pelas disposições legais, pelas relações jurídicas estabelecidas pelo fundo e outras questões correlatas à atuação típica da auditoria independente.

Apenas investidores qualificados podem investir em suas cotas⁵¹. Ou seja, esse investimento não está disponível para toda e qualquer pessoa, mas tão-somente para

48 PIRES, Daniela Marin. *Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)*. São Paulo: Almedina, 2013 – (Coleção Insuper). pp. 107-108.

49 O Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), ao se manifestar sobre as agências de classificação de risco, afirma que: “As avaliações e classificações de risco tornaram-se importantes no mercado de crédito, pois tentam, de algum modo, expressar, de maneira equitativa, o nível de risco envolvido em uma operação de crédito com um tomador de recursos. Quanto maior o risco de inadimplência, representado por eventos internos da instituição (gestão, mercado, etc.) ou por eventos externos (setor altamente volátil, constantes interferências governamentais, etc.), maior o retorno exigido pelo provedor de recursos (resultando diretamente em juros mais elevados), ou, em última instância, o elevado risco será fator determinante para o investidor/cliente não tomar o risco. No sentido de dar mais fundamento nas decisões de empréstimos, as agências de rating surgiram há mais de um século para tentar uniformizar a avaliação das companhias. (...)” *Com o tempo, as agências passaram a ser referência no mercado de crédito e hoje suas classificações, como mencionado anteriormente, servem como um dos itens na avaliação e composição dos juros em cada emissão de dívida. Atualmente, a fim de proteger seus cotistas, grande parte das fontes de recursos (ou investidores) incorporou em seus regulamentos regras a respeito de como investir e o nível máximo de risco aceitável para aquele fundo, baseando-se nas classificações de risco emitidas pelas agências* http://www.ibri.org.br/Upload/Arquivos/guia_rapido_rating.pdf. Acesso em: 25 jul. 2015.

50 Em alguns casos, é possível perceber claramente o efeito da segregação do ativo cedido da originadora através do rating, na medida em que o FIDC de recebíveis poderá ter um rating superior ao da própria originadora. Ilene Patrícia de Noronha Najarian, pontua essa questão, ao afirmar que “A diferenciação entre o rating da empresa e o do fundo de investimento de seus recebíveis ficou bem clara no caso Braskem, que trazemos à baila nessa oportunidade: A Companhia Braskem obteve nota A, e seu fundo de recebíveis, AA. Com um faturamento bruto de 10 bilhões, a Braskem dispõe de um farto contas a receber e decidiu utilizá-lo para obter capital de giro e atender aos prazos de pagamentos solicitados pelos clientes.” *Op. cit.*, p. 135.

51 Conforme será abordado mais à frente, no caso de Fundos de Investimento em Direito Creditórios Não Padronizados (FIDC-NP), que possui um grau de risco ainda mais elevado que um FIDC tradicional, apenas os investidores profissionais poderão subscrever as cotas iniciais do fundo.

investidores que são considerados como aptos a aplicar seus recursos em investimentos mais complexos e que demandam maior conhecimento do mercado. Trata-se de uma presunção legal que a CVM estabelece em relação a algumas pessoas, físicas ou jurídicas, que permite o acesso a determinados produtos financeiros, tendo por objetivo conferir maior proteção aos investidores, na medida em que o investimento só estará acessível para aqueles que, pelo volume de ativos financeiros que possuem ou pela experiência no mercado de capitais, estarão, em princípio, aptos a compreender o investimento.

Nesse contexto, vale ressaltar que o conceito de investidor qualificado foi alterado pela Instrução CVM nº 554/2014, passando a abranger as seguintes pessoas: (i) pessoas naturais e jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) – frente aos R\$300.000,00 (trezentos mil reais) previstos anteriormente – e que atestem por escrito sua condição de investidor qualificado; (ii) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certas certificações aprovadas pela CVM, em relação aos seus recursos próprios; (iii) clubes de investimento cuja carteira seja gerida por um ou mais cotistas classificados como investidores qualificados; e (iv) os chamados “investidores profissionais”.

O investidor profissional, por sua vez, foi um conceito novo, introduzido pela Instrução nº CVM 554/14 (diferentemente do investidor qualificado, que já existia no ordenamento jurídico, mas teve sua definição alterada pela mesma Instrução). Assim, as seguintes pessoas são consideradas investidores profissionais (e, por sua vez, serão também considerados investidores qualificados): (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) – e que atestem por escrito sua condição de investidor profissional; (v) fundos de investimento, mesmo que não sejam destinados a investidores qualificados ou profissionais; (vi) clubes de investimento cuja carteira seja gerida por profissional habilitado pela CVM; (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (viii) investidores não residentes.

19.3.3. Outros Pontos Relevantes na Estrutura do FIDC:

Do ponto de vista tributário, pode-se afirmar que os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios costumam gerar mais vantagens, quando comparados a outras estruturas de securitização que envolvam a constituição de uma sociedade de propósito específico. Por ser um fundo e não uma sociedade, não há a incidência de um rol extenso de tributos, tais como IRPJ, CSSL, PIS e COFINS. Assim, os FIDCs

são tributados da mesma forma que a grande maioria dos fundos de investimentos⁵².

Nesse contexto, segue-se a lógica de tributação regressiva, de acordo com o prazo do investimento. Para aplicações até 180 dias, a alíquota será de 22,5 por cento. Já para as aplicações com prazo entre 181 e 360 dias, a alíquota cai para 20 por cento. De 361 até 720, a tributação é de 17,5 por cento, e para aplicações com prazo superior a 720 dias, paga-se a menor alíquota prevista nesse regime de regressividade, que é a de 15 por cento, tudo conforme previsto na Instrução Normativa nº 1.585, de 31 de agosto de 2015 e alterações posteriores, da Receita Federal.

No caso de fundos abertos, há a incidência da tributação semestral, ainda que resgates não sejam realizados. A incidência se dá no último dia útil dos meses de maio e novembro. Essa tributação semestral ficou conhecida no mercado como “come cotas”, na medida em que os administradores dos fundos reduzem automaticamente a quantidade de cotas dos investidores para pagar o imposto à Receita Federal.

A tributação “come cotas” não incide quando o FIDC for fechado⁵³, ou seja, sem a possibilidade de resgates antecipados.

As cotas podem ser de classe sênior ou subordinada, sendo que as seniores possuem prioridade sobre as subordinadas no recebimento dos valores de remuneração, amortização e resgate. Na prática, em que pese não ser uma regra absoluta ou determinada pela Instrução CVM nº 356/01, a estrutura de um FIDC abrangendo a emissão dessas duas espécies de cotas tem sido comum, formando um dos alicerces no mecanismo de proteção de casos de inadimplência para investidores do fundo (que, normalmente, são possuidores das cotas seniores).

Assim, em caso de inadimplência de parte da carteira, haverá um colchão que absorverá esses prejuízos, representados pelas cotas subordinadas, as quais suportarão as perdas iniciais sofridas pelo Fundo por conta da inadimplência dos devedores dos créditos cedidos ao FIDC. Geralmente, a subscrição dessas cotas subordinadas, que servirão de proteção para os investidores, é feita pelo próprio cedente dos créditos, mitigando de forma considerável os riscos das cotas seniores que são emitidas no mercado. Aqui, mais uma vez, está-se diante de uma lógica de mercado, em que os agentes criam as estruturas permitidas pela legislação que mais se adequam ao perfil do mercado. No estudo de caso que será apresentado mais adiante, a estrutura adotada seguiu tal dinâmica. Além disso, pode-se citar outros exemplos de FIDCs que adotaram a estrutura de cotas subordinadas, dentre os quais é possível mencionar o

52 Sobre a tributação dos Fundos de Investimento, incluindo os FIDCs, aconselha-se a leitura da Instrução Normativa RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015 e alterações posteriores, que dispõe sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais.

53 Por meio da Medida Provisória nº 806/2017, pretendeu-se alterar a sistemática de cobrança do imposto de renda nos fundos fechados, procurando assemelhá-la àquela praticada para os fundos abertos. No entanto, o referido diploma legislativo não foi convertido em lei e sua vigência cessou em 08/04/2018, conforme Ato Declaratório nº 20/2018, do Congresso Nacional.

FIDC fornecedores Petrobras BR2 e o FIDC Omni Veículos III⁵⁴.

Essa dinâmica ajuda a explicar a razão pela qual, frequentemente, apenas as cotas seniores recebem um *rating* das agências de classificação de risco. Conforme determina o Inciso III, do Art. 3º, da Instrução CVM nº 356/2001 em sua redação vigente, cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País. Assim, como na prática (apesar de não ser uma regra) apenas as cotas seniores são postas no mercado, através da colocação pública, já que as cotas subordinadas costumam ser subscritas de forma privada pelos cedentes do crédito, somente elas costumam ter seu grau de risco classificado por uma agência de *rating*.

Outro ponto relevante está no Art. 36 da Instrução CVM nº 356/2001, que trata da impossibilidade de o administrador prometer rendimento predeterminado aos condôminos dos FIDCs, independentemente de se tratar de cotas seniores ou subordinadas. A prática mostra, entretanto, que os fundos costumam estabelecer uma remuneração de referência, chamada de *benchmark*, que não deve ser interpretada como uma promessa de rendimento.

Assim como ocorre nos demais fundos de investimentos, a Instrução CVM nº 356/01, no seu Art. 26, prevê a figura da assembleia Geral de Condôminos, que possui importantes competências e poderes na regulação do FIDC. Em analogia ao que ocorre em uma sociedade anônima, a Assembleia deverá tomar, anualmente, as contas do fundo e deliberar sobre as suas demonstrações contábeis e financeiras. Caso entenda necessário e exista quórum dos cotistas, poderá promover alterações no regulamento do fundo, substituir o seu administrador, tratar sobre eventual elevação da taxa de administração e, até mesmo, promover a incorporação, fusão, cisão ou liquidação do fundo.

Um aspecto relevante a ser abordado sobre a matéria são os riscos que permeiam um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, versando, basicamente, sobre os riscos operacionais, estruturais, legais e de mercado. Daniela Marin Pires aprofunda o tema, especificando os seguintes riscos:

“a) Risco de Crédito – relaciona-se aos devedores dos direitos de crédito cedidos ao fundo, na hipótese de inadimplemento desses devedores nos pagamentos por eles devidos sob os contratos/títulos que formalizam os direitos creditórios, o que pode ensejar perdas pecuniárias ao fundo, e, por consequência, aos cotistas;

b) Risco de Liquidez dos Recebíveis – por ser uma modalidade de investimento recente, os FIDCs ainda carecem de mercado secundário

54 SANTOS, Cláudio Gonçalves dos; CALADO, Luiz Roberto. *Securitização: novos rumos do mercado financeiro*. São Paulo: Saint Paul Editora. pp. 109-111.

para os direitos creditórios, podendo acarretar a iliquidez dos referidos direitos creditórios e prejudicar o pagamento de amortização e/ou resgate dos cotistas, e os cotistas terem de aguardar pelo vencimento dos títulos/contratos que os originaram, na ocorrência de uma eventual liquidação antecipada do fundo;

c) Risco de Liquidez no Mercado Secundário das Cotas – pelos motivos expostos no item anterior, a falta de liquidez decorrente da escassa possibilidade de negociação das cotas no mercado secundário prejudica os investidores que pretendem desfazer-se das cotas antes do prazo de encerramento do fundo, relativamente aos fundos fechados;

d) Risco de Descasamento de Taxas de Juros entre Ativo e Passivo – segundo o estudo Cetip/Anbima, refere-se ao descasamento entre a taxa de juros usada como referencial de rentabilidade do fundo e as prefixadas nos contratos de compra e venda/fornecimento dos direitos creditórios a serem adquiridos pelo fundo, que pode resultar em perda de rentabilidade durante o período de maturação dos créditos;

e) Risco de Concentração: diz respeito à concentração das aplicações dos fundos em direitos creditórios perante um ou poucos devedores, o que pode vir a gerar um efeito negativo sobre a carteira;

f) Risco de Performance: pertinente ao descumprimento, pela empresa originadora, das suas obrigações de originar e ceder direitos creditórios ao fundo, a fim de que o percentual de direitos creditórios do fundo seja atendido, durante todo seu prazo de duração, o que pode ensejar a liquidação antecipada do fundo. Note-se que esse tipo de risco somente deverá ser considerado nos FIDCs a performar, ou seja, aqueles em que o fluxo de recebíveis é um fluxo futuro⁵⁵.

Tendo sido analisadas as características básicas do FIDC, passa-se ao breve estudo dos chamados Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDCs-NP).

19.3.4. Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDCs- NP):

Essa espécie não era prevista originariamente pela Instrução CVM nº 356/2001, tendo sido normatizada pela Instrução CVM nº 444/06. Para essa Instrução, o FIDC não padronizado é definido como aquele cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios: (i) que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão

55

para o fundo; (ii) decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações; (iii) que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia; (iv) cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco; (v) originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; (vi) de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e (vii) de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001.

Indubitavelmente, o FIDC não padronizado possui risco consideravelmente maior ao do FIDC padronizado, já que o seu fluxo de caixa não é previamente determinado por conta dos ativos nos quais investe. Em outras palavras, são investimentos feitos em direitos creditórios caracterizados por uma dificuldade mais acentuada de recebimento, com riscos de créditos consideravelmente maiores ou constituição jurídica instável. A lógica de mercado de relação risco/retorno é que orienta tais fundos, que são criados com a expectativa de uma maior rentabilidade do portfólio.

Em razão desse cenário de maior risco, a CVM regula os FIDCs não padronizados com algumas preocupações adicionais. Nesse sentido, a Autarquia exige que seja apresentado parecer de advogado sobre a validade da constituição e da cessão dos direitos creditórios ao fundo, conforme determina o § 1º, Art. 7º, da Instrução CVM nº 444/06. Trata-se da chamada *legal opinion*, mencionada anteriormente. Cumpre ressaltar que tais exigências jamais devem ser entendidas como uma análise de mérito a respeito do investimento e de seu respectivo risco, já que é pacífico o entendimento de que não cabe à CVM realizar um juízo de valor a respeito da qualidade do investimento ofertado ao mercado, mas tão-somente criar as bases protetivas mínimas, de acordo com as peculiaridades de cada caso, para evitar ou mitigar danos aos investidores e ao mercado em geral, as quais se restringem à verificação do cumprimento dos requisitos legais e à adequada divulgação de informações sobre os riscos do investimento e ainda a divulgação de informações periódicas e eventuais sobre o fundo. Além disso, os FIDCs-NP deverão restringir suas ofertas primárias aos investidores profissionais, que são uma espécie ainda mais sofisticada, do ponto de vista de conhecimento do mercado, do que o investidor qualificado. Já no mercado secundário, as cotas do FIDCs-NP poderão ser adquiridas por investidores profissionais e qualificados, sem distinção.

19.3.5. Alterações Regulatórias e Mitigação de Conflito de Interesses no FIDC:

A Instrução CVM nº 531/2013 teve como norte mitigar estruturas que propiciavam conflitos de interesses nos FIDCs, trabalhando questões sensíveis, como a guarda de documentos, as transações entre partes relacionadas, a estrutura de controle envolvendo os administradores e os demais prestadores de serviços, política de

investimento, entre outros relevantes temas. Assim, a nova regulação buscou segregar o objeto de atuação de cada prestador de serviços do fundo, permitindo, assim, que as responsabilidades ficassem mais claras e definidas. Importante mencionar que essas alterações decorreram dos problemas visualizados na prática de mais de uma década dos FIDCs no Brasil, representando um aperfeiçoamento natural do instituto e de sua estrutura.

Um caso que reforçou a necessidade de alterações na regulamentação envolveu o Banco Cruzeiro do Sul, que teve a sua liquidação determinada pelo Banco Central do Brasil. Em primeiro lugar, foram identificadas várias práticas que violavam o regulamento do Fundo, especialmente a proibição de aquisição de direitos creditórios de pessoas com histórico de inadimplência. Mais grave do que tal violação foi a identificação de que o Banco Cruzeiro do Sul repassava créditos fictícios para o FIDC⁵⁶. Outros casos relevantes envolvendo supostas fraudes no mercado foram dos Bancos Panamericano e do BVA, que envolveram *“problemas como ocultar a inadimplência das carteiras, duplicar os valores a receber, vender o mesmo ativo para mais de um fundo ou fazer empréstimos a empresas ligadas à instituição.”*⁵⁷

Uma primeira modificação relevante, trazida pela Instrução CVM nº 531/2013, refere-se à política de investimento do FIDC. Nesse sentido, a nova regulação estabeleceu uma obrigatoriedade de detalhamento e especificação das condições pelas quais a cessão dos direitos creditórios ao Fundo foi realizada. No modelo anterior, a obrigatoriedade residia, apenas, no detalhamento dos critérios de elegibilidade, não abrangendo as condições da cessão.

Na época da edição da norma, em 2013, a Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar fez um interessante compêndio sobre as principais alterações geradas pelo diploma legal. Nesse compêndio, foram elencados os seguintes pontos⁵⁸:

“São novas obrigações da instituição administradora do FIDC possuir regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, que lhe permita verificar o cumprimento, pela instituição responsável, da obrigação de validar os direitos creditórios em relação às condições de cessão. Tais regras e procedimentos devem (x) constar do prospecto da oferta do FIDC, se houver, e (y) ser disponibilizadas e mantidas atualizadas na página da instituição administradora do FIDC na rede mundial de computadores; (b) fornecer informações relativas aos direitos

56 ROSA, Silvia. Cruzeiro repassou créditos inexistentes para fundos de investimentos. *Valor Econômico*. São Paulo. Publicado em 15 ago. 2012. <https://valor.globo.com/financas/noticia/2012/08/15/cruzeiro-repassou-creditos-inexistentes-para-fundos-de-recebeveis.ghtml>. Acesso em: 9 ago. 2015.

57 PAVINI, Angelo. Os riscos e o que olhar na hora de aplicar em FIDC. Arena do Pavini. Publicada em 20/08/2014; <http://www.arenadopavini.com.br/artigos/fundos-na-arena/os-riscos-e-o-que-olhar-na-hora-de-aplicar-em-fidc> Acesso em: 9 ago.2015.

58 <http://www.ieprev.com.br/conteudo/id/29403/t/fidc:-analise-da-instrucao-cvm-531>. Acesso em: 25 jul.2015.

creditórios adquiridos pelo FIDC ao Sistema de Informações de Créditos do Banco Central do Brasil (SCR); (c) no caso de contratação de serviços de (w) consultoria especializada, (x) gestão da carteira do FIDC, (y) custódia, e (z) agente de cobrança, a Instituição Administradora do FIDC deve possuir regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, que lhe permita diligenciar o cumprimento, pelo prestador de serviço contratado, de suas obrigações. Tais regras e procedimentos devem (x) constar do prospecto da oferta do FIDC, se houver, (y) constar do contrato de prestação de serviços, e (z) ser disponibilizadas e mantidas atualizadas na página da instituição administradora do FIDC na rede mundial de computadores.

Há um aprimoramento das responsabilidades do custodiante do FIDC, observa Bonamin. Durante o funcionamento do FIDC, passa a existir a obrigatoriedade deste verificar, em periodicidade trimestral, a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios; (b) cobrar e receber, em nome do FIDC, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos diretamente em (x) conta de titularidade do FIDC, ou (y) conta especial instituída pelas partes junta a instituições financeiras (escrow account), proibindo assim a utilização de contas de livre movimentação de titularidade dos cedentes de direitos creditórios. (c) o Custodiante apenas pode contratar prestadores de serviços (x) para verificação de lastro dos direitos creditórios, e (y) para a guarda da documentação relativa aos direitos creditórios, sem prejuízo de sua responsabilidade. Os prestadores de serviço contratados pelo custodiante não podem ser (w) originador, (x) cedente, (y) consultor especializado, e (z) gestor; (d) no caso de contratação de prestadores de serviços, o custodiante deve possuir regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, para (x) permitir o efetivo controle do custodiante sobre a movimentação da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos sob guarda do prestador de serviço contratado, e (y) diligenciar o cumprimento, pelo prestador de serviço contratado, no que se refere à verificação de lastro dos direitos creditórios e à guarda da documentação relativa aos direitos creditórios. Tais regras e procedimentos devem (x) constar do prospecto da oferta do FIDC, se houver, (y) constar do contrato de prestação de serviços, e (z) ser disponibilizadas e mantidas atualizadas na página da instituição administradora do FIDC na rede mundial de computadores.”

Nesse importante rol de alterações implementadas, ainda deve ser citada a necessidade, na hipótese de a instituição administradora cumular as funções de gestão e custódia do FIDC, de ser mantida a ampla e irrestrita segregação dessas atividades.

19.3.6. Exemplo Prático – FIDC CESP III:

Para demonstrar um caso prático de estruturação de um Fundo de Investimento em Direito Creditórios, é possível citar o FIDC CESP III.⁵⁹

Esse FIDC foi instituído no regime do condomínio fechado, com prazo de vencimento de 48 meses, contados da emissão das cotas. Conforme foi explicitado no presente trabalho, a emissão foi direcionada para investidores qualificados.

O FIDC CESP III foi estruturado para comprar recebíveis provenientes da Companhia Energética de São Paulo (CESP), através dos Contratos de Comercialização de Energia Elétrica no ambiente regulado com as distribuidoras. Dessa forma, o lastro das cotas desse fundo são os direitos creditórios oriundos do fornecimento de energia elétrica.

O contrato de cessão dos créditos é o mais relevante documento de toda a estrutura. No caso concreto do FIDC CESP III, foi definida uma quantia mensal mínima de direitos creditórios que seriam cedidos aos Fundo.

Outro aspecto interessante decorreu do fato de a cedente dos créditos ter se comprometido em subscrever e integralizar as quotas subordinadas, sendo o inadimplemento oriundo dos contratos de cessão absorvido inicialmente pelo colchão formado pelas cotas subordinadas.

O contrato de colocação foi realizado, de um lado, pelo fundo e pelo cedente e, de outro, pelas instituições intermediárias que se comprometiam a distribuir publicamente as cotas seniores do fundo. O valor da operação foi de R\$ 650.000.000,00 (seiscentos e cinquenta milhões de reais).

Nessa operação, ainda houve a celebração do contrato de prestação de serviços de recebimento e pagamento de valores, por meio do qual

*o agente de recebimento é responsável, entre outras atribuições, (i) pelo recebimento dos valores relativos aos pagamentos dos direitos creditórios ao FIDC CESP III pelas distribuidoras; e (ii) pelo repasse, para a conta autorizada do fundo, dos valores relativos à quantidade mínima mensal devida ao fundo, calculada pelo custodiante*⁶⁰.

Por fim, mais três contratos relevantes foram celebrados: custódia dos ativos do fundo e escrituração das cotas, por meio do qual entidade específica *será responsável pela prestação de serviços de custódia qualificada e controladoria dos ativos integrantes da*

⁵⁹ Conforme exemplificado na obra “Securitização – Novos Rumos do Mercado Financeiro”, de Cláudio Gonçalves dos Santos e Luiz Roberto Calado, pp. 105-108.

⁶⁰ SANTOS, Cláudio Gonçalves dos; CALADO, Luiz Roberto. *Securitização: novos rumos do mercado financeiro*. São Paulo: Saint Paul Editora. p. 108.

carteira do fundo, inclusive dos serviços dos quais trata o Artigo 38 da Instrução CVM nº 356, conforme disposto no capítulo cinco do Regulamento. O custodiante do fundo é, ainda, o agente escriturador, responsável pelos serviços de escrituração das cotas; contrato com a agência de classificação de risco, responsável por emitir notas para as cotas colocadas no mercado, sendo que a classificação de risco das cotas será revisada trimestralmente e divulgada aos cotistas na forma prevista no Regulamento; e com a empresa de auditoria, responsável pela revisão das demonstrações financeiras e das contas do fundo e pela análise de sua situação legal e patrimonial, além da atuação do administrador.

Assim, com base nessa revisão ampla da literatura dos FIDCs, perpassando pelas normas legais que regulam a matéria e o exemplo prático estudado, passa-se ao próximo item do presente capítulo.

19.4. Securitização imobiliária:

19.4.1. Sistema financeiro imobiliário e o mercado de securitização de base imobiliária no Brasil

Em 20 de novembro de 1997 foi promulgada a Lei nº 9.514, que criou o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) e dispôs sobre a concessão, aquisição e a securitização de créditos imobiliários. Como ensina Eduardo Salomão Neto,

*“o novo sistema busca fomentar os mercados primário (concessão do crédito) e secundário (negociação de títulos lastreados em recebíveis) de financiamentos imobiliários, através da criação de condições vantajosas de remuneração e de instrumentos especiais para a proteção dos direitos dos credores.”*⁶¹

Tendo em vista a incapacidade do sistema financeiro de habitação de suprir as necessidades de aporte de recursos para investimento em projetos imobiliários, o Congresso Nacional promulgou a lei citada pretendendo, com isso, criar uma fonte adicional de recursos para financiamentos imobiliários, paralela àquela decorrente do Sistema Financeiro da Habitação (SFH).

Ainda que tal análise deva ser feita *cum grano salis*, tendo em vista as profundas distinções entre o mercado imobiliário norte-americano e o brasileiro, percebe-se que, assim como ocorreu nos EUA, o fortalecimento do mercado secundário desses títulos foi visto como um dos alicerces centrais para que o novo sistema a ser criado pudesse ser bem-sucedido.

61

Sistema financeiro imobiliário. *Revista de Direito Mercantil*, nº. 110, p. 155.

Outra questão relevante que merece ser citada é que a criação do SFI não implicou na extinção do SFH, uma vez que aquele busca incentivar investimentos particulares na construção civil enquanto este tem finalidade social, devendo ser voltado, primordialmente, para o financiamento da habitação popular⁶².

Segundo o disposto no artigo 5o da Lei nº 9.514, as operações de financiamento imobiliário em geral serão livremente pactuadas pelas partes, devendo ser observadas as seguintes condições: reposição integral do valor emprestado e respectivo reajuste; remuneração do capital emprestado às taxas convencionadas no contrato; capitalização dos juros; e contratação pelos tomadores de financiamento de seguros contra os riscos de morte ou invalidez permanente.

Pretende a Lei nº 9.514, portanto, a criação de um sistema que garanta aos credores mecanismos mais efetivos de recebimento dos recursos empregados e pactuação pelo mercado das condições das operações, evitando-se, assim, um dos grandes erros do SFH, qual seja, a excessiva intervenção estatal.

Sobre as distinções entre os dois sistemas, Melhim Chalhoub, se manifesta da seguinte forma:

“O Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI – tem dinâmica inteiramente diferente do Sistema Financeiro de Habitação – SFH e, particularmente, do Sistema Brasileiro de Poupança e Crédito – SBPE, sobretudo no que tange ao modo de mobilização de recursos para o financiamento imobiliário.

Com efeito, no âmbito do SBPE, contempla o empréstimo de recursos provenientes de depósitos de poupança e sua aplicação, pelas empresas incorporadoras, na produção e comercialização de imóveis; uma vez constituídos os créditos decorrentes da comercialização, as incorporadoras os repassam às entidades financiadoras, que mantêm esses créditos no seu ativo por todo prazo de amortização. Por essa forma – repasse de créditos-, as incorporadoras resgatam o empréstimo tomado para produção e comercialização de imóveis.

Já a nova legislação do SFI contempla uma dinâmica pela qual as empresas incorporadoras imobiliárias buscarão no mercado de capitais os recursos necessários para financiamento de sua atividade, mediante antecipação de receitas decorrentes da comercialização dos imóveis que produziram.

Com esse novo desenho, a Lei 9.514/97 preconiza radical transformação na dinâmica operacional do crédito imobiliário, representando essa legislação,

realmente, um divisor de águas no tratamento do problema habitacional no âmbito financeiro, ao incorporar uma filosofia radicalmente distinta da que inspirou a Lei 4.380, de 21.08.64...⁶³

Assim, pode-se concluir que a intenção do legislador foi criar um sistema com diferenças estruturais em relação ao modelo até então vigente, buscando fomentar o setor imobiliário e se adequar às demandas do mercado.

19.4.2. As companhias securitizadoras de créditos imobiliários

A Lei nº 9.514/97 criou a figura da companhia securitizadora de créditos imobiliários, por meio da qual deve necessariamente ser feita a emissão dos valores mobiliários lastreados nos créditos imobiliários. Dispõe o artigo 3º da Lei nº 9.514/97 que

“As companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades.”

As securitizadoras de créditos imobiliários são, portanto, sociedades anônimas não financeiras, especializadas na compra de créditos, emissão de valores mobiliários e colocação destes no mercado⁶⁴. Conforme prevê o parágrafo único do artigo 6º da Lei nº 9.514/97, os certificados de recebíveis imobiliários, principal instrumento de captação de recursos no mercado, é de emissão exclusiva de tais sociedades.

É cabível ainda, nos termos do artigo 3º da lei citada, a emissão de títulos de crédito diversos do CRI pelas securitizadoras, bem como a realização, por parte destas, de negócios e a prestação de serviços, desde que compatíveis com as suas atividades.

A melhor interpretação a ser dada à parte final do artigo 3º acima destacado é no sentido de que os negócios que podem ser realizados e os serviços que podem ser prestados pelas securitizadoras são aqueles essenciais ao cumprimento de suas funções primordiais, quais sejam, a aquisição e securitização de créditos imobiliários e a consequente colocação dos papéis no mercado de valores mobiliários.

Assim sendo, somente os negócios e serviços que sejam instrumentais, ou seja, acessórios aos negócios de aquisição e securitização de créditos, é que poderão ser promovidos pelas companhias securitizadoras. Entendimento diverso poderia implicar no desvirtuamento da função destas sociedades, a qual é definida legalmente, como visto antes.

63 CHALHUB, Melhim Namem. Op. cit., p. 483-484.

64 RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos de Crédito Bancário*. 6. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003, p.189.

Para que a companhia securitizadora de créditos imobiliários possa promover a emissão de certificados de recebíveis imobiliários, deverá, nos termos do artigo 4o da Instrução CVM nº 414, estar com o seu registro de companhia aberta securitizadora atualizado e, além disso, obter o registro para a oferta de valores propriamente dita.

No que se refere ao tema da segregação patrimonial, amplamente trabalhada no presente capítulo, torna-se relevante ressaltar que a legislação brasileira de securitização imobiliária não determina que ocorra a efetiva segregação patrimonial. O que a legislação fez foi conceder a faculdade à companhia securitizadora de segregar determinados créditos e submetê-los a um regime especial, conhecido como regime fiduciário (que será trabalhado mais à frente). Assim, os créditos de determinada emissão são destacados e passam a não ser confundidos com os da companhia securitizadora, destinados, exclusivamente, à liquidação dos títulos.

Ainda sobre o tema da securitização imobiliária, Melhin Chalhub destaca:

Para visualizar a dinâmica dessa técnica de conversão de ativos em títulos, consideremos a situação de uma empresa de incorporação imobiliária que pretenda captar recursos para acelerar sua atividade produtiva.

Como se sabe, a incorporação imobiliária caracteriza-se pela venda, durante a construção, de unidades imobiliárias que comporão edificações coletivas.

Em geral, o preço é pago parceladamente, de modo que no curso normal dos negócios da empresa incorporadora vai se formando uma carteira de créditos decorrente das vendas de apartamentos. Considerando que esses créditos são realizados a longo prazo, a empresa precisa antecipar essas receitas como meio de acelerar sua atividade produtiva, o que pode ser alcançado mediante securitização.

Dada essa situação, inicia-se o processo de securitização mediante cessão desses créditos a uma companhia securitizadora, que, já na condição de titular desses direitos creditórios, emitirá títulos nele lastreados e colocará esses valores mobiliários no mercado de capitais, completando o processo de captação destinado ao financiamento da atividade da empresa incorporadora.

Assim, ao viabilizar a absorção, pelo mercado investidor, do financiamento de longo prazo concedido aos compradores de apartamentos, a securitização proporciona à empresa incorporadora antecipação das receitas das vendas, com a qual ela poderá iniciar desde logo novos empreendimentos,

Tendo sido explicitado tal processo no campo imobiliário, passa-se à análise de um dos títulos que materializa a securitização imobiliária, que é o certificado de recebíveis imobiliários.

19.4.3. Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs)

19.4.3.1 Considerações gerais:

Na definição legal, o Certificado de Recebíveis Imobiliários – (CRI) é “título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos mobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro ” (artigo 6º da Lei nº 9.514/97).

Segundo ensina Fábio Ulhoa Coelho, os CRIs são títulos de crédito impróprios, incluídos na espécie de títulos de investimento e “representam, *grosso modo*, a parcela de um contrato de mútuo que o sacador do título celebra com os seus portadores.”⁶⁶

Conforme o disposto no artigo 887 do Código Civil, “o título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo dele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei.”⁶⁷

Para que o CRI, como todo título de crédito, possa ser caracterizado como tal, deve conter os elementos mencionados em sua lei de regência. O artigo 7º, incisos I a XI, da Lei nº 9.514/97, estabelece os elementos do título.

Dentre as características do CRI mencionadas no artigo 7º da lei citada, merecem destaque o fato de a emissão deste ser realizada na forma escritural, devendo o registro e negociação do título se fazer por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados (artigo 7º, IV e § 1º), as chamadas *clearing houses*. Além disso, deve ser prevista a fixação de taxa de juros e a sua capitalização bem como a existência de cláusula de reajuste.

Embora o artigo 890 do Código Civil estabeleça, como regra geral, que a cláusula de juros inserida no título de crédito é considerada não escrita, tal dispositivo, por força do artigo 903⁶⁸ do Código, não se aplica ao CRI, por existir disposição específica na Lei nº 9.514/97 admitindo a fixação de juros.

Prevê, ainda, o inciso IX do artigo 7º da Lei nº 9.514/97 o estabelecimento, no CRI, de cláusula de reajuste, observada a legislação em vigor. No caso, faz-se necessária a

65 CHALHUB, Melhim Namem. Ob. cit., p. 462.

66 COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de Direito Comercial*. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 299.

67 Trata-se de adaptação da célebre definição de Cesare Visante, para quem o título de crédito “é un documento necessario per esercitare il diritto letterale ed autonomo che vi è menzionato.” *Trattato di Diritto Commerciale*, volume III. 3. ed. Milão, s/d apud Waldirio Bulgarelli. Títulos de Crédito. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1989, p. 54, nota de rodapé nº 8.

68 “Art. 903. Salvo disposição diversa em lei especial, regem-se os títulos de crédito pelo disposto neste Código.”

observância do artigo 2º da Lei nº 10.192/01, que admite a estipulação de correção monetária, mas estabelece que “é nula de pleno direito qualquer estipulação de reajuste ou correção monetária de periodicidade inferior a 1 (um) ano” (artigo 2º, § 1º da Lei nº 10.192/01).

De acordo com o atual regramento da matéria, o CRI também poderá ser considerado um valor mobiliário, uma vez que cria para o investidor o direito a uma remuneração e resulta da atividade do empreendedor imobiliário, enquadrando-se, por conseguinte, no conceito constante no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76, sendo de se ressaltar também que, anteriormente à alteração promovida no dispositivo citado pela Lei nº 10.303/01, o CRI já havia sido considerado como valor mobiliário pelo Conselho Monetário Nacional nos termos da Resolução nº 2.517/98⁶⁹

Vale ainda destacar o que a B3, incorporada pela B3 em 2017, esclarece sobre essa espécie de título:

O CRI é um dos papéis de Renda Fixa com maior apelo entre os investidores. Para pessoas físicas seu principal atrativo está no fato de oferecer isenção de Imposto de Renda. Lastreado em créditos imobiliários e emitido exclusivamente por companhias securitizadoras, o título vem se consolidado como um importante instrumento de fomento do setor.

Sua remuneração é garantida por taxa prefixada, flutuante ou Índice de Preços. O CRI transforma fluxos de recebíveis de médio ou longo prazo em ativos financeiros negociáveis à vista. Dessa forma, possibilita que incorporadoras, construtoras, imobiliárias e instituições financeiras que tenham créditos com lastro imobiliário contem com mais recursos para aplicar no segmento.

Há dois tipos de emissões de CRI: as baseadas em contratos performados e aquelas cujo lastro contém contratos não performados. No primeiro caso, os empreendimentos imobiliários que deram origem aos contratos que servem de lastro às emissões já foram concluídos. No segundo, os imóveis ainda não estão finalizados.

Os investidores que optam por CRIs obtêm remuneração baseada no fluxo financeiro gerado pelos empreendimentos imobiliários. Entretanto, vale lembrar que, ao adquirir o título, o aplicador assume também o risco de

⁶⁹ A Resolução nº 2.517/98 foi editada com base no artigo 2º, III, da Lei nº 6.385/76, em sua redação original, que, antes da alteração do inciso IX ao citado dispositivo pela Lei nº 10.303/01, previa a competência do CMN de definir como valores mobiliários “outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.” Para um estudo aprofundado sobre a matéria, consulte-se os seguintes estudos do advogado Ary Oswaldo Mattos Filho: O Conceito de Valor Mobiliário, Revista de Direito Mercantil, São Paulo, nº 59, pp. 30-50, jul./set. 1985 e, mais recentemente, Direito dos Valores Mobiliários, Tomo I, Volume I. 1ª edição, São Paulo: FGV, 2015.

Como já ressaltado acima, as companhias securitizadoras não estão restritas à emissão apenas de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo utilizar em tal processo outros títulos e valores mobiliários⁷¹. Ou seja, a Lei nº 9.514/97 apenas alargou o espectro de títulos colocados à disposição para as companhias securitizadoras, visando, assim, a fomentar e criar mais ferramentas para o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

Ainda sobre a importância desse título, especialmente na busca pelo fomento ao mercado secundário, merece referência, uma vez mais, a obra de Melhim Chalhoub, que faz remissão em seu livro ao projeto de lei que resultou na promulgação da Lei nº 9.514/97:

*(...) o Poder Executivo fez elaborar projeto de lei no qual a criação de mecanismos e instrumentos destinados ao desenvolvimento de um mercado secundário de crédito imobiliário, entre eles um novo título de crédito cujo objetivo fundamental é estabelecer as condições mínimas necessárias ao desenvolvimento de um mercado financeiro imobiliário, para o que se criam novos instrumentos e mecanismos que possibilitem a livre operação do crédito para o setor e a mobilização dos capitais necessários à sua dinamização. Destaca-se a criação da figura de um novo título de crédito (refere-se ao Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI), característico e destinado às operações no mercado secundário*⁷².”

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários são originados por meio do chamado Termo de Securitização, que será abordado adiante.

19.4.3.2 O Termo de Securitização

O Termo de Securitização está para o CRI assim como a escritura de emissão está para as debêntures. A debênture constitui-se numa obrigação que tem por origem uma declaração unilateral de vontade⁷³. Ensina Borba que “*deve-se considerar que a escritura de emissão – ato declaratório da companhia, de natureza unilateral, é que, na verdade, cria as debêntures, as quais, contudo, enquanto não lançadas na circulação, mantêm a sua eficácia contida.*”⁷⁴.

O CRI, assim como a debênture, constitui-se em uma obrigação entre a companhia

70 Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm. Acesso em: 9 jun. 2021.

71 CHALHUB, Melhim Namem. Ob. cit., p.475.

72 CHALHUB, Melhim Namem. Ob. cit., p. 482.

73 BORBA, José Edwaldo Tavares. Das debêntures. 1a edição, Rio de Janeiro-São Paulo-Recife: Renovar, 2005. p.14.

74 Op. cit. p. 15.

securitizadora e o titular do valor mobiliário. O surgimento do CRI tem como causa uma declaração unilateral de vontade da emissora no Termo de Securitização de créditos, de acordo com o disposto no artigo 8o da Lei nº 9.514/97.

Com efeito, por meio do Termo de Securitização, são criados os CRI, valores mobiliários que dão, aos seus investidores, direito à remuneração decorrente do fluxo de caixa gerado pelos créditos ou recebíveis.

19.4.3.3 O Regime Fiduciário

O regime fiduciário está previsto no artigo 9o da Lei nº 9.514/97, o qual estipula que

“A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários, sendo agente fiduciário uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BACEN e beneficiários os adquirentes de títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime.”

Consiste tal regime na “separação” de parte do patrimônio da companhia securitizadora com o objetivo de dar maiores garantias àqueles investidores que adquirirem os CRIs. Sobre o assunto, ensina Arnaldo Rizzardo⁷⁵:

(...) instituir regime fiduciário sobre créditos importa em não dispor dos mesmos. Há valores a serem recebidos. Transfere-se esse direito de receber para os titulares dos recebíveis, e isto até o pagamento dos mesmos. Separa-se o crédito do patrimônio comum, ficando afetado a uma finalidade, que é a garantia dos títulos.

Segundo a lei de regência, os créditos objeto do regime fiduciário: (i) constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora; (ii) manter-se-ão apartados do patrimônio da companhia securitizadora até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados; (iii) destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais; (iv) estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora; (v) não são passíveis de constituição de garantias ou de excussão por qualquer dos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam; e (vi) só responderão pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados (artigo 11).

O regime fiduciário é instituído através de declaração unilateral constante do Termo de Securitização, devendo observar as regras do artigo 10 da Lei nº 9.514/97. Na hipótese de insolvência da companhia securitizadora, o patrimônio separado não será atingido,

75

RIZARDO, Arnaldo. Op. cit., p. 194.

caso em que deverá o agente fiduciário assumir a custódia e administração dos créditos imobiliários, convocando assembleia geral dos beneficiários para deliberar sobre a forma de administração (Art. 15).

Caso os ativos integrantes do patrimônio separado se tornem insuficientes, deverá ser convocada assembleia geral dos beneficiários para deliberar sobre as normas de administração ou liquidação daquele (Art. 14).

Registre-se que será possível a emissão de CRI com coobrigação da companhia securitizadora (artigo 11, § 1o).

Por fim, no caso das incorporações imobiliárias, admite-se a instituição do patrimônio de afetação, que segue, em linhas gerais, os fundamentos do regime fiduciário. Consiste na separação do patrimônio geral da incorporadora do patrimônio referente a cada empreendimento imobiliário⁷⁶, sendo previsto nos artigos 31-A a 31-F da Lei nº 4.591/64, com as alterações introduzidas pela Lei nº 10.931/04.

19.4.4. A Colocação dos CRIs

A oferta pública de distribuição de CRI é regulada pela Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004, objeto de sucessivas alterações, a qual revogou a Instrução CVM nº 284, de 24 de julho de 1998, a qual tratou da matéria em primeiro lugar.

A colocação pública de CRI só pode ser iniciada após a concessão de registro e estando o registro de companhia aberta da securitizadora atualizado (artigo 4o da Instrução CVM nº 414). Nelson Eizirik⁷⁷, com sua habitual clareza, escreve acerca do registro o seguinte:

As normas que impõem a necessidade de registro de emissão pública diante da CVM apresentam nítida feição instrumental. Com efeito, o registro consiste basicamente no meio de proceder-se à prestação de informações à CVM com vistas à sua divulgação ao público investidor. Assim, o registro está inserido no contexto mais amplo da política de “disclosure”, que consiste exatamente na promoção de informações amplas e completas a respeito da companhia e dos valores mobiliários por ela publicamente ofertados.

A primeira importante regra da colocação dos CRIs está prevista no Art. 5º da Instrução CVM nº 414/04⁷⁸, ao determinar que os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI deverão obedecer o limite máximo de 20 por cento, por devedor ou coobrigado. Essa regra é relativizada apenas nos casos em que o devedor ou coobrigado

76 Unie Caminha. Op. cit., p. 150.

77 EIZIRIK, Nelson. Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 83, p. 55, jul./set. 1991.

78 O artigo 5º da Instrução CVM nº 414/04 foi alterado pela Instrução CVM nº 443/2006.

tenha registro de companhia aberta; seja instituição financeira ou equiparada; ou seja, sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404/76, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, ressalvado o disposto no §4º desse artigo.

A regra mencionada acima busca trazer uma maior proteção aos investidores. Corrobora esse entendimento a análise das exceções à regra, que somente permitem uma maior concentração quando na operação estiverem envolvidas entidades com maior fiscalização e envoltas, em tese, em um grau de segurança maior.

Inicialmente, o CRI deveria ter um valor nominal mínimo de 300 mil reais. Esse valor mínimo era criticado por parcela do mercado na medida em que impedia a pulverização dos títulos. O Art. 6º e incisos da Instrução CVM nº 414/04 relativizaram essa regra, permitindo emissões em valores inferiores a 300 mil reais, em caráter excepcional, desde que os títulos fossem originados de imóveis com “habite-se” concedido pelo órgão administrativo competente; ou de créditos decorrentes da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação, constituído em conformidade com o disposto nos arts. 31-A e 31-B da Lei nº 4.591/64.

Atualmente, esse limite de valor não mais persiste, permitindo a regra que os CRI sejam emitidos para investidores não qualificados ou profissionais nas mesmas hipóteses acima elencadas.⁷⁹

Ainda nesse contexto e desde que observados alguns requisitos expostos no Art. 16 da mencionada Instrução⁸⁰, decorridos 18 (dezoito) meses da data de encerramento da distribuição, a companhia securitizadora poderá ofertar os CRI originalmente oferecidos apenas a investidores qualificados e profissionais ao público em geral. Tal medida permite a pulverização dos títulos.

A colocação de CRIs poderá ser feita de forma mais ágil, por meio de uma oferta pública de esforços restritos, conforme previsto na Instrução CVM nº 476/09. Nessa hipótese, a oferta deve ser destinada exclusivamente a investidores profissionais.

Além disso, como regra geral das ofertas públicas de esforços restritos, será permitida a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores profissionais; e os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 50 (cinquenta) investidores dessa natureza⁸¹.

Uma grande vantagem da oferta pública de esforços restritos decorre do fato de elas

79 Alteração do artigo 6º pela Instrução CVM nº 443/2006.

80 Conforme alterada, nesse ponto, pela Instrução CVM nº 554/2014.

81 Artigo 3º da Instrução CVM nº 476/2009, conforme alterada pela Instrução CVM nº 554/2014.

estarem automaticamente dispensadas do registro de distribuição de que trata o caput do art. 19 da Lei nº 6.385/76.

19.4.5. Estudo de Caso – Emissão de CRI para Financiamento da Nova Sede da PETROBRAS no Município de Macaé

As operações de securitização, via emissão de CRI, têm sido amplamente utilizadas por indústrias e empresas comerciais, com o objetivo de obter recursos para o financiamento dos imóveis destinados ao desempenho de suas atividades ou para retirar de seu balanço determinados ativos imobiliários e ainda gerar receitas que poderão ser melhor alocadas na sociedade, em operações conhecidas no mercado como de “desimobilização de ativos”.

A Petrobras, com o intuito de coletar recursos para o financiamento da construção de sua nova sede no Município de Macaé, contratou o Grupo Rio Bravo e, em conjunto com este, estruturou operação que passará a ser analisada.

De acordo com as informações públicas constantes no prospecto da operação, a estrutura apresentava o seguinte formato:

- 1) A Rio Bravo Investimentos S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, empresa do Grupo, utilizou-se de um Fundo de Investimento Imobiliário (FII) já constituído, passando a deter 99% de suas cotas. As restantes foram adquiridas pelo Agente Fiduciário da Securitização. Os direitos e obrigações das partes foram regulados por meio de Acordo de Cotistas.
- 2) A integralização do capital do FII foi feita através da concessão do direito real de superfície de dois terrenos de propriedade da Petrobras na região de Macaé, RJ, por meio de duas escrituras públicas. A cota representativa do capital do Agente Fiduciário foi integralizada em dinheiro.
- 3) A Rio Bravo Investimentos S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários atua como administradora do FII, emprestando-lhe personalidade jurídica. Assim, a instituição financeira representa o FII perante a CVM, ficando responsável pela elaboração de relatórios contábeis, contratação de auditor externo e promoção de registros e publicações relativas ao FII.
- 4) O FII, por meio da Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM, celebrou com a Petrobras contrato de locação, na modalidade *built-to-suit*, de

acordo com o Art. 54-A da Lei de Locações⁸².

5) Nesse contrato, a Companhia ficou responsável pelo pagamento de remuneração, a título de aluguel, composta de duas parcelas, uma delas destinada ao pagamento dos custos de administração do FII e dos honorários da Rio Bravo (Parcela B), e a outra destinada ao pagamento aos investidores do valor adiantado ao FII por meio da aquisição dos CRIs (Parcela A), conforme será descrito a seguir.

6) A Petrobras realizou licitação para a escolha da empresa que ficou responsável pelas obras, assinou o contrato de construção civil e de montagem e, posteriormente, o cedeu ao FII utilizando-se de um instrumento particular de cessão de direitos e assunção de obrigações, sendo certo que o gerenciamento da execução da obra continuou sob a responsabilidade da Petrobras, que celebrou com o FII contrato com essa finalidade.

7) Por meio do contrato de locação, conhecido no mercado como *built-to-suit*, a Companhia se comprometeu a alugar o imóvel e pagar os aluguéis durante o prazo da operação e o FII se responsabilizou pela construção, ressaltando-se, como já visto, que a Petrobras exerce total controle sobre a execução da construção, por meio de contrato de gerenciamento da construção. Simultaneamente, o FII realizou a cessão dos direitos creditórios decorrentes da locação (Parcela A) à Rio Bravo Securitizadora S/A e recebeu, por essa cessão, o valor à vista, por intermédio de um contrato de cessão de créditos. A Rio Bravo Securitizadora S/A emitiu uma série de CRI no mercado, todos lastreados nos recebíveis derivados da locação, com prazo de resgate de 10 (dez) anos. A PETROBRAS, por sua vez, vem pagando diretamente à Rio Bravo Securitizadora S/A a parcela do valor da locação correspondente ao montante que tem sido pago aos investidores, com a concordância do FII que, com esses recursos, fará a amortização da dívida e o pagamento dos juros.

8) Ao final da operação, a PETROBRAS adquirirá a cota do Agente

82 Até 2012 o contrato *built-to-suit* era considerado atípico no ordenamento jurídico brasileiro, na medida em que não era previsto em diplomas legais. A reforma da Lei de Locações, ocorrida em 2012 pela Lei nº 12.744, passou a prever tal contrato, de acordo com o Art. 54 e parágrafos, que assim são dispostos:

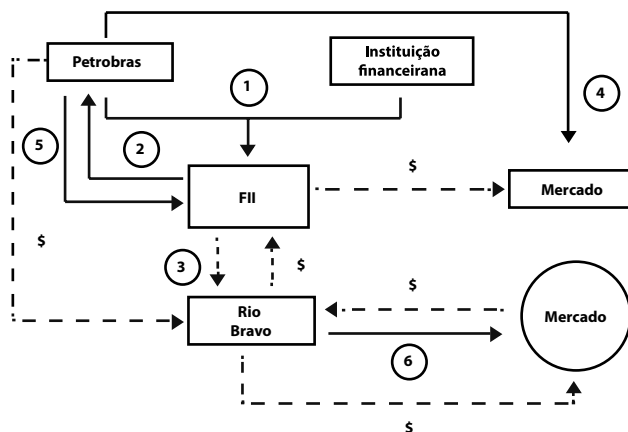
“Na locação não residencial de imóvel urbano na qual o locador procede à prévia aquisição, construção ou substancial reforma, por si mesmo ou por terceiros, do imóvel então especificado pelo pretendente à locação, a fim de que seja a este locado por prazo determinado, prevalecerão as condições livremente pactuadas no contrato respectivo e as disposições procedimentais previstas nesta Lei.

§ 1º Poderá ser convencionada a renúncia ao direito de revisão do valor dos aluguéis durante o prazo de vigência do contrato de locação.

§ 2º Em caso de denúncia antecipada do vínculo locatício pelo locatário, compromete-se este a cumprir a multa convencional, que não excederá, porém, a soma dos valores dos aluguéis a receber até o termo final da locação.”

Fiduciário no FII e, tornando-se a sua única cotista, passará, por conseguinte, a ser a proprietária dos prédios administrativos construídos.

A operação financeira pode assim ser esquematizada:



Descrição :

- (1) Constituição e integralização das quotas do FII.
- (2) Locação de imóvel futuro à Petrobras pelo FII.
- (3) Cessão à Rio Bravo dos direitos creditórios dos aluguéis a serem pagos pela Petrobras.
- (4) Contratação da construtora pela Petrobras para construção do imóvel.
- (5) Cessão do contrato de construção para o FII.
- (6) Emissão do CRI pela Rio Bravo a investidores no mercado financeiro e de capitais.

Para estruturar a operação, foi necessária a elaboração de diversos instrumentos contratuais, devendo-se destacar os seguintes:

- a) Escrituras públicas de concessão do direito real de superfície dos terrenos onde foi desenvolvido o empreendimento, por meio do qual a Petrobras integralizou o capital social do FII;
- b) Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário;
- c) Contrato de locação (*built-to-suit*);
- d) Acordo de cotistas entre a Petrobras e o Agente Fiduciário que integralizou, juntamente com aquela, as cotas do Fundo de Investimento Imobiliário;
- e) Contrato de cessão dos créditos imobiliários entre o FII e Rio Bravo Securitizadora S/A, com a interveniência da Petrobras;
- f) Instrumento particular de cessão de direitos e assunção de obrigações, celebrado entre Petrobras e Rio Bravo Investimentos S/A DTVM, atuando esta exclusivamente na qualidade de administradora do FII, por meio do qual a Petrobras cedeu todos os seus direitos e obrigações decorrentes do Contrato de Construção;
- g) Contrato de gerenciamento de construção, celebrado entre

Petrobras e Rio Bravo Investimentos S/A DTVM, atuando exclusivamente na qualidade de administradora do FII; e
h) Termo de Securitização de créditos imobiliários, por meio do qual se dá a formalização da emissão de uma série de CRI.

Abaixo, segue uma breve análise dos principais contratos da operação.

19.4.6. Escrituras de Concessão de Direito Real de Superfície

Para a integralização das cotas da Petrobras no FII, foi utilizado o direito real de superfície do terreno onde foi construído o imóvel a ser alugado.

O direito de superfície é um direito real de uso e gozo, suscetível de avaliação econômica, e que pode ser destacado do patrimônio de seu titular. Além disso, a sua utilização para integralização atende claramente aos objetivos do FII, uma vez que, sem a cessão do direito, estaria inviabilizada a operação financeira na forma como foi concebida.

O direito de superfície é tratado nos artigos 1.369 a 1.377 do Novo Código Civil e nos artigos 21 a 24 da Lei nº 10.257/01, conhecida como Estatuto da Cidade, sendo um direito real autônomo de uso e gozo, que pode ser alienado por ato *inter vivos* ou *causa mortis*.

Com o fim da operação, e caso, efetivamente, se opte pela extinção do FII, o direito real de superfície será reintegrado ao patrimônio da Petrobras com todos os bens construídos no terreno cedido.

No entanto, pode a Petrobras optar pela manutenção do FII. Nesse caso, poderá ser submetido à apreciação da assembleia geral do FII o pedido de alienação do direito de superfície para a Petrobras, que deverá contar, para sua aprovação, com a anuência do Agente Fiduciário, cotista do FII, uma vez que, segundo o disposto no Regulamento do FII (artigo 24, parágrafo único, letra “e”), a alteração dos contratos relativos ao empreendimento depende da aprovação de cotistas detentores de 100% das cotas.

19.4.7. Contrato de Locação (*Built-to-Suit*)

O FII, por meio de Rio Bravo Investimentos S/A DTVM, celebrou com a Petrobras contrato de locação na modalidade *built-to-suit*, por meio do qual a Companhia ficou responsável pelo pagamento de remuneração, a título de aluguel, composta de duas parcelas, uma delas destinada ao pagamento dos custos de administração do FII e dos honorários da Rio Bravo (Parcela B), e a outra destinada ao pagamento aos investidores do valor adiantado ao FII por meio da aquisição dos CRI (Parcela A); e o FII se responsabiliza pela construção, ressaltando-se que a Petrobras exercerá total controle

sobre a execução da construção, por meio de contrato de gerenciamento da construção.

Locação é, segundo ensina Arnaldo Wald, o contrato em que uma das partes se obriga a ceder à outra o uso e gozo de coisa infungível, mediante remuneração, havendo ainda quem defenda que na locação se cede apenas o uso do imóvel.⁸³

O contrato de locação criou para o locador, no caso concreto, não só a obrigação de permitir o uso do imóvel pela Petrobras (a locatária), mas também a de conduzir a obra com o auxílio da Companhia, além de obrigações de natureza financeira. A Petrobras, por sua vez, não se limita a pagar pelo uso dos imóveis, assumindo outras obrigações, dentre elas a de operar e manter as unidades de acordo com os padrões de eficiência, cuidado e segurança normalmente adotados na operação e manutenção de suas próprias unidades; diligenciar, em nome do FII, o pagamento à construtora de toda e qualquer despesa ou obrigação relacionada com as obras de construção; entre outras.

Percebe-se, portanto, que o contrato de locação ora examinado cria para as partes uma série de obrigações que não se identificam com os deveres básicos das partes de uma locação típica, quais sejam o pagamento dos alugueres e a permissão para uso do bem, entre outras obrigações de natureza acessória. Demais disso, o preço do aluguel pago pela PETROBRAS não traz apenas o custo pela utilização dos imóveis. Ao contrário, nele está embutido o custo da operação financeira que irá lastrear a emissão de CRI (Parcela A) e o valor das despesas incorridas pelo FII (Parcela B).

Nesse contexto, vale ressaltar que o legislador, atento ao desenvolvimento do mercado imobiliário, que consolidou o instituto do *built-to-suit*, buscou regular, como exposto, a matéria pela Lei de Locações para gerar maior segurança jurídica para relações contratuais que versam sobre quantias elevadas. O art. 54-A e parágrafos dispõem que:

“Na locação não residencial de imóvel urbano na qual o locador procede à prévia aquisição, construção ou substancial reforma, por si mesmo ou por terceiros, do imóvel então especificado pelo pretendente à locação, a fim de que seja a este locado por prazo determinado, prevalecerão as condições livremente pactuadas no contrato respectivo e as disposições procedimentais previstas nesta Lei.

§ 1º Poderá ser convencionada a renúncia ao direito de revisão do valor dos aluguéis durante o prazo de vigência do contrato de locação.

§ 2º Em caso de denúncia antecipada do vínculo locatício pelo locatário, compromete-se este a cumprir a multa convencionada, que não excederá, porém, a soma dos valores dos aluguéis a receber até o termo final da locação.”

Dessa forma, o instituto do *built-to-suit* passou a ser um contrato típico, previsto na Lei de Locações, contribuindo assim para o fortalecimento do instituto.

83

WALD, Arnaldo. *Obrigações e Contratos*. 10. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1992, p. 294.

19.4.8. Acordo de cotistas

Além dos contratos acima, foi firmado um acordo de cotistas, o qual prevê proteções adicionais ao investidor, na medida em que decisões que possam afetar o fluxo de pagamentos dos CRIs deverão ser objeto de aprovação unânime pelos dois cotistas, quais sejam a Petrobras e o agente fiduciário.

19.5. Conclusão:

A securitização, como conhecida atualmente, possui a sua origem histórica no mercado imobiliário norte-americano da década de 1970, momento em que o Estado criou mecanismos de fomento desse mercado, tendo em vista as demandas da sociedade por financiamentos imobiliários.

A partir desse marco histórico, a securitização ganha terreno em operações financeiras fora do setor imobiliário, permitindo assim a monetização de ativos ilíquidos.

Com a expansão ocorrida nas décadas de 1990 e a partir de 2000, os produtos financeiros oriundos da securitização ganharam volume e complexidade, gerando dificuldades em sua regulação, o que pode ser constatado pela crise do *subprime* de 2008.

No Brasil, após o surgimento e um desenvolvimento incipiente, a securitização passou a ganhar força com a criação e regulação dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) e a estruturação legal do chamado Sistema Financeiro Imobiliário, que criou novos instrumentos de captação, como os Certificados de Recebíveis Imobiliários, de emissão exclusiva de companhias securitizadoras de créditos imobiliários.

Nesse contexto, cumpre ressaltar que a Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central e, em menor escala, o Poder Legislativo, têm buscado aperfeiçoar os diplomas que regulam tais estruturas.

De acordo com os dados do mercado, há um grande potencial de aumento das operações de securitização no Brasil. Dessa forma, criar as bases para que esse crescimento potencial seja efetivado, de forma segura, é um desafio para todos os agentes envolvidos, o que inclui os participantes do mercado, os agentes reguladores e o Poder Judiciário, que deverá, em caso de conflito, garantir a solidez das estruturas financeiras e o cumprimento dos contratos celebrados.

Glossário:

Todas as definições abaixo foram extraídas do Dicionário de Finanças da UQBAR⁸⁴:
AGENTE DE COBRANÇA: Responsável pela cobrança da carteira de ativos-lastro. No caso de operações através de FIDC, essa atividade normalmente faz parte das responsabilidades do custodiante, porém pode ser terceirizada a outras instituições, inclusive aos próprios originadores dos direitos creditórios.

AGENTE DE RECEBIMENTO: Responsável pelo recebimento de valores relativos ao pagamento da carteira de ativos-lastro. No caso de operações através de FIDC, o agente de recebimento é também responsável pelo repasse, para a conta autorizada do FIDC, dos valores relativos à quantidade devida ao FIDC, calculada pelo custodiante. Essa atividade faz parte das responsabilidades do custodiante, porém pode ser terceirizada a outras instituições, inclusive aos próprios originadores dos direitos creditórios.

AGENTE ESCRITURADOR: Responsável pela escrituração dos títulos de securitização. No caso de operações através de FIDC, essa atividade normalmente faz parte das responsabilidades do custodiante, porém pode ser terceirizada a outras instituições.

AGENTE FIDUCIÁRIO: Pessoa física ou jurídica responsável por proteger os direitos e interesses de terceiros, empregando no exercício da função, o mesmo cuidado e diligência que costuma empregar na administração de seus próprios bens. Podem ser agentes fiduciários: pessoas físicas ou jurídicas que satisfaçam requisitos específicos para o exercício de cargo. No caso de instituições financeiras, somente podem exercer esta função aquelas especialmente autorizadas pelo Banco Central do Brasil e que tenham por objeto a administração ou a custódia de bens de terceiros.

ATIVO LASTRO: Qualquer ativo cujo fluxo de caixa constitui a principal fonte de pagamento do principal e da remuneração de títulos de securitização. Os ativos-lastro são agrupados em classes. Algumas das classes mais importantes do mercado brasileiro são recebíveis comerciais, crédito imobiliário, crédito pessoal e financiamento de veículos.

CEDENTE: Aquele que cede um ou mais créditos ou direitos a um terceiro. Em securitização, o cedente muitas vezes é o próprio originador dos créditos, que cede estes à entidade emissora.

CESSÃO DEFINITIVA: Consiste na transferência de ativos de uma instituição, cedente, para outra, cessionário, de forma que, do ponto de vista jurídico, a titularidade dos ativos transferidos passam a ser do cessionário. Desta forma, os ativos transferidos estão fora do alcance dos credores do cedente, mesmo se este entrar em procedimento de falência voluntária ou involuntária. Em operações de securitização, a cessão definitiva é uma condição basilar; é ela que diferencia uma securitização de um financiamento com a garantia de ativos.

84 http://manual.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=%2FManual%2FA%2Fagente_cobranca.html. Acesso em 24/07/2017.

CLASSE SÊNIOR: Classe de valores mobiliários que apresenta alta prioridade de pagamento, comparativamente a uma ou mais classes de valores mobiliários de um determinado emissor.

CLASSE SUBORDINADA: Classe de valores mobiliários que apresenta baixa prioridade de pagamento, comparativamente a uma ou mais classes de valores mobiliários de um determinado emissor. Em operações de securitização valores de classe subordinada geralmente atuam como proteção para valores de classe sênior, protegendo-os contra determinados níveis de perdas da carteira de créditos sendo securitizada.

COMPANHIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS (CSCI): Tipo de entidade emissora constituída sob a forma de sociedade por ações, não financeira, que tem por finalidade atuar no mercado de securitização de créditos imobiliários de forma permanente. As CSCI adquirem créditos imobiliários, financiados pela emissão de certificados de recebíveis imobiliários (CRI), os quais, por sua vez, são lastreados nestes mesmos créditos. Podem também emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades. Criada pela Lei Federal Nº. 9.514 que estabelece o Sistema de Financiamento imobiliário, e que cria também o regime fiduciário e os CRI.

DIREITOS CREDITÓRIOS: Títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como direitos e títulos representativos de créditos de natureza diversa, assim reconhecidos pela CVM. São também considerados direitos creditórios warrants e contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como títulos ou certificados representativos desses contratos.

ENTIDADES EMISSORAS: Instituições estabelecidas exclusivamente para a realização de uma ou mais operações de securitização. Sua função é comprar os ativos do cedente, muitas vezes o próprio originador, e emitir títulos mobiliários lastreados nestes ativos. O tipo de entidade emissora pode variar de acordo com questões legais, regulamentares, tributárias, fiscais, os tipos e riscos dos ativos e os objetivos da operação. No Brasil existem cinco tipos de entidades emissoras: sociedades de propósito específico, companhias securitizadoras de crédito financeiro, companhias securitizadoras de créditos imobiliários, companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio e fundos de investimento em direitos creditórios.

ESTRUTURA SENIOR-SUBORDINADA: Estrutura de operação de securitização imobiliária que utiliza a subordinação como o principal mecanismo de reforço de crédito. Operações que utilizam esta estrutura alocam as primeiras perdas da carteira de crédito à classe subordinada. Somente após a liquidação desta classe de títulos (decorrente das perdas) é que perdas adicionais podem ser alocadas aos títulos da

classe sênior.

FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FIDC: Comunhão de recursos que destina no mínimo 95% do patrimônio líquido para a aplicação em cotas de FIDC.

FIDC ABERTO: FIDC constituído sob a forma de condomínio aberto, ou seja, os investidores, condôminos, podem solicitar resgate de cotas, em conformidade com o disposto no regulamento do fundo.

FIDC FECHADO: FIDC constituído sob a forma de condomínio fechado, ou seja, as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou de cada série ou classe de cotas, conforme estipulado no regulamento, ou em virtude de sua liquidação, admitindo-se, ainda, a amortização de cotas por disposição do regulamento ou por decisão da assembléia geral de cotistas.

MERCADO PRIMÁRIO: Mercado destinado à emissão e colocação de novos valores mobiliários. O mercado diz-se primário quando o produto da venda se reverte a favor da entidade emissora dos valores mobiliários.

MERCADO SECUNDÁRIO: Mercado para compra e venda de valores mobiliários já emitidos no qual ocorre a negociação dos títulos originalmente adquiridos no mercado primário, proporcionando liquidez. Integram o mercado secundário os mercados de bolsa, o mercado de balcão e mercados especiais.

ORIGINADOR: Nome dado à instituição que origina os créditos que serão cedidos à entidade emissora e que servirão de lastro para os títulos de securitização. Em muitas operações de securitização o originador é também o cedente dos créditos.

RAZÃO DÍVIDA/GARANTIA (RDG): É o quociente entre o valor do empréstimo e o valor do ativo dado como garantia para esta dívida. O critério para avaliar a garantia pode variar. Por exemplo, pode ser igual ao valor de aquisição ou de mercado do bem. Muito utilizado no segmento imobiliário, o RDG é uma importante característica dos ativos que lastreiam os títulos de securitização. Um RDG baixo indica um alto índice de proteção do empréstimo pelo valor da garantia.

RAZÃO DÍVIDA/RENDA (RPR): É o quociente entre o valor mensal das prestações previstas do empréstimo e a renda mensal do tomador deste empréstimo. O RPR é uma importante característica dos ativos que lastreiam os títulos de securitização. Mede a capacidade de um devedor de pagar seus compromissos. Para investidores nos títulos de securitização, quanto menor o RPR da carteira de ativos-lastro, mais seguro será o título.

SECURITIZAÇÃO SINTÉTICA: Estrutura com pelo menos duas classes de títulos com diferentes níveis de risco, na qual o risco de crédito de uma carteira de ativos-lastro é transferido, parcial ou totalmente, da instituição proprietária dos ativos para a

entidade emissora através de derivativos de crédito.

SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO (SPE): Empresa, regida pela lei das Sociedades Anônimas, criada para assumir o papel de entidade emissora de uma operação de securitização. Uma SPE financia a compra de uma carteira de ativos-lastro do cedente mediante a emissão de instrumentos de dívida como debêntures simples e debêntures com participação de lucros. Apesar de algumas SPE terem sido reutilizadas para novas emissões, é comum que estas sejam dissolvidas após a liquidação completa das obrigações emitidas. Não têm objetivo de gerar lucro.

SUBORDINAÇÃO: Tipo de reforço de crédito estrutural no qual um título de securitização (título subordinado) é passível de repagamento somente depois de honrados os pagamentos de outros títulos com prioridade superior. Através da subordinação, perdas da carteira de ativos-lastro são inicialmente absorvidas pelos títulos subordinados e, somente após a liquidação (decorrente das perdas) destes, é que perdas adicionais podem ser alocadas aos títulos com prioridade superior (sênior). O nível de subordinação de uma operação é definido como a razão entre o saldo dos títulos subordinados e o valor total dos ativos.

SUBORDINAÇÃO DINÂMICA: Tipo de reforço de crédito estrutural em que a subordinação da operação pode ser aumentada ou diminuída ao longo da operação através da emissão de novos títulos subordinados ou a amortização de títulos subordinados existentes de acordo com critérios previamente estabelecidos.

TERMO DE SECURITIZAÇÃO: Instrumento jurídico que formaliza a vinculação dos créditos imobiliários utilizados como lastro aos CRI emitidos pela securitizadora imobiliária. Dele devem constar: (i) a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que serve de lastro para a emissão; (ii) outras garantias, se houver, de que disporão os adquirentes dos CRI emitidos; e (iii) a instituição ou não de regime fiduciário sobre os créditos imobiliários objeto da cessão. Caso seja instituído tal regime, o termo de securitização de créditos deverá ser igualmente averbado no registro de imóveis.

TRANCHE: Termo em francês que significa fatia, refere-se a uma série ou classe de um título mobiliário de uma operação de securitização com múltiplas séries ou classes.

UNDERWRITER: Termo em inglês para designar uma instituição financeira que, trabalhando individualmente ou em um grupo, se compromete, mediante o recebimento de uma remuneração, a comprar valores mobiliários emitidos no mercado primário e vendê-los a investidores.

Informações públicas:

Informações sobre páginas na Internet onde podem ser encontradas informações

adicionais (cadastro de participantes, registro de ofertas, informações periódicas e eventuais de emissores, informações de fundos de investimento etc.):

ABRASCA: <http://www.abrasca.org.br/>

ANBIMA: http://www.anbima.com.br/pt_br/index.htm

ANFAC: <http://www.anfac.com.br/v3/>

ANSAE: <http://www.ansae.com.br/>

APIMEC: <http://www.apimec.com.br/>

B3 (Antiga BM&F Bovespa): http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/index.htm

CVM: <http://www.cvm.gov.br/>

IBGC: <http://www.ibgc.org.br/index.php>

INFOMONEY: www.infomoney.com.br

UQBAR: <http://www.uqbar.com.br/>

Bibliografia:

BARRETO, Celso de Albuquerque. Acordo de Acionistas. 1ª edição, Rio de Janeiro, Forense, 1982.

BORBA, José Edwaldo Tavares. Das debêntures. 1ª edição, Rio de Janeiro-São Paulo-Recife: Renovar, 2005.

_____. Direito Societário. 8ª edição, Rio de Janeiro, Renovar, 2003.

BULGARELLI, Waldirio. Títulos de Crédito. 7ª edição. São Paulo: Atlas, 1989.

CAMINHA, Uinie. Securitização. 2ª edição, São Paulo: Saraiva, 2007.

CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fabio Gallo. Securitização no Brasil. São Paulo: Atlas, 2007.

CHALHUB, Melhim Namem. Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais – Estudos e Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

_____. Trust – Perspectivas do direito contemporâneo na transmissão da propriedade para administração de investimentos e garantias. Rio de Janeiro: Renovar, 2001

CLAESSENS, Stijn; KODRES, Laura. The Regulatory Responses to the Global Financial

Crisis: Some Uncomfortable Questions (March 2014). Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1446.pdf>.

COELHO, Fábio Ulhoa. Manual de Direito Comercial. 13ª edição. São Paulo: Saraiva, 2002.

DINIZ, Maria Helena. Código Civil Anotado. 9ª edição, São Paulo, Saraiva, 2003.

EIZIRIK, Nelson; Ariádna B. Gaal; Flavia Parente & Marcus de Freitas Henriques. Mercado de Capitais: regime jurídico. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

_____. Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, nº 83, jul./set. 1991

FAGAN, Mark; FRANKEL, Tamar. Law and Financial system – securitization and asset backed securities: law, process, case studies and simulations. Vandeplas Publishing. 2009.

FLIGSTEIN, Neil; GOLDSTEIN, Adam. Catalyst of Disaster: Subprime Mortgage Securitization and the Roots of the Great Recession (September 2011). Disponível em <http://www.irlle.berkeley.edu/workingpapers/113-12.pdf>.

JUNIOR FAVERO, Osvaldo Zanetti. Securitização de Ativos e Transferência de Risco – Evidências do Mercado de Capitais Brasileiro. São Paulo: USP, 2014. Dissertação (Mestrado em Ciências) - Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Direito dos Valores Mobiliários, Tomo I, Volume I. 1ª edição, São Paulo: FGV, 2015.

_____. O Conceito de Valor Mobiliário. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, nº59, pp. 30-50, jul./set. 1985.

NETO. Eduardo Salomão. Direito Bancário. São Paulo: Atlas, 2011.

_____. O Trust e o direito brasileiro. LTr, 1996.

_____. Sistema financeiro imobiliário. Revista de Direito Mercantil. nº110.

NETO, Lucas Lima. Securitização de ativos: Iniciando a exploração da nova fronteira. São Paulo: Mackenzie, 2007. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Programa de Pós-Graduação de Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie. Disponível em: http://tede.mackenzie.com.br/tde_arquivos/1/TDE-2007-10-13T115543Z-271/Publico/Lucas%20de%20Lima%20Neto.pdf

NORONHA NAJJARIAN, Ilene Patrícia de. Securitização de Recebíveis Mercantis.

São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OIOLI, Erik F.; FALEIROS, Vanessa Zampolo. Transferência e Retenção de Riscos na Securitização. CANTIDIANO, Luiz Leonardo e MUNIZ, Igor (orgs.) Temas de direito bancário e do mercado de capitais. 1ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

OLIVA, Milena Donato. Do Negócio Fiduciário à Fidúcia. São Paulo: Atlas, 2014.

_____. Patrimônio Separado – herança, massa falida, securitização de créditos imobiliários, incorporação imobiliária, fundos de investimento imobiliário, trust. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

PAVINI, Angelo. Os riscos e o que olhar na hora de aplicar em FIDC. Arena do Pavini. Publicada em 20/08/2014.

PIRES, Daniela Marin. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). São Paulo: Almedina, 2013 – (Coleção Insper).

RIZZARDO, Arnaldo. Contratos de crédito bancário. 6ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.

ROQUE, Pamela Romeu. Securitização de Créditos Vencidos e Pendentes de Pagamento e Risco Judicial, 1ª edição, São Paulo: Editora Almedina (Coleção Insper), 2014.

ROSA, Silvia. Cruzeiro repassou créditos inexistentes para fundos de investimentos. Valor Econômico. São Paulo. Publicada em 15/08/2012.

SANTOS, Cláudio Gonçalves dos; CALADO, Luiz Roberto. Securitização: novos rumos do mercado financeiro. São Paulo: Saint Paul Editora.

SILVA, Ricardo Maia. Securitização de Recebíveis: uma visão sobre o mercado de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC). Rio de Janeiro: UFF, 2010. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2010. p.22.

WALD, Arnaldo. Obrigações e Contratos. 10ª edição, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1992.

WILSE-SAMSON, Laurence. The Subprime Mortgage Crisis: Underwriting Standards, Loan Modifications and Securitization (February 2010). Disponível em: http://www.columbia.edu/~lhw2110/Subprime_survey_Samson.pdf

Legislação selecionada:

Lei nº 9.514/97: Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências.

Lei nº 10.931/04: Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário e Cédula de Crédito Bancário.

Instrução CVM nº 356/01: Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Referido ato normativo foi alterado pelas Instruções CVM nº 393/03, 435/06, 442/06, 446/06, 458/07, 484/10, 489/10, 498/11, 510/11, 531/13, 554/14 e 558/15. O parágrafo único do artigo 32 e o § 3º do artigo 39 foram revogados pela Instrução CVM nº 510/11; o § 7º do artigo 40 foi revogado pela Instrução CVM nº 531/13; o art. 62 foi revogado pela Instrução CVM nº 545/14; o inciso IV do art. 3º foi revogado pela Instrução 554/14; o Anexo II foi revogado pela Instrução CVM nº 558/15.

Instrução CVM nº 400/03: Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. Referido ato normativo foi alterado pelas Instruções CVM nº 488/10, 509/11, 511/11, 520/12, 525/12, 547/14, 552/14, 561/15, 567/15, 568/15, 569/15, 583/16, 584/17, 585/17, 586/17 e 588/17. O inciso III, os §§ 4º a 8º do art. 5º, e o Anexo IX foram revogados pela Instrução CVM nº 588/17.

Instrução CVM nº 414/04: Dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI. Referido ato normativo foi alterado pelas Instruções CVM nº 443/06, 446/06, 554/14 e 583/16. Os artigos 2º e 3º foram revogados pela Instrução CVM nº 480/09.

Instrução CVM nº 444/06: Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados. Referido ato normativo foi alterado pela Instrução CVM nº 554/14. Os incisos I e II do art. 4º foram revogados pela Instrução CVM nº 554/14.

Instrução CVM nº 471/08: Dispõe sobre o procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Referido ato normativo foi alterado pela Instrução CVM nº 575/16. O § 5º do art. 4º foi revogado pela Instrução CVM nº 575/16.

Instrução CVM nº 472/08: Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário - FII. Referido ato normativo foi alterado pelas Instruções CVM nº 478/09, 482/10, 516/11, 517/11, 528/12, 554/14, 571/15 e

Instrução CVM nº 476/09: Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Referido ato normativo foi alterado pelas Instruções CVM nº 482/10, 488/10, 500/11, 551/14, 554/14, 583/16 e 585/17. O artigo 4º foi revogado pela Instrução CVM nº 554/14.

Instrução CVM nº 489/11: Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e dos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC, regidos pela Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – FIDC-PIPS, regidos pela Instrução CVM nº 399, de 21 de novembro de 2003 e dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados – FIDC-NP, regidos pela Instrução CVM nº 444, de 8 de dezembro de 2006.

Instrução CVM nº 494/11: Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a divulgação de informações e a distribuição de cotas dos Clubes de Investimento. Referido ato normativo foi alterado pela Instrução CVM nº 585/17.

Instrução CVM nº 516/11: Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII, regidos pela Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008.

Instrução CVM nº 521/12: Dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Instrução CVM nº 555/14: Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Referido ato normativo foi alterado pelas Instruções CVM 563/15, 564/15, 572/15, 582/16 e 587/17.

Instrução CVM nº 560/15: Dispõe sobre o registro, as operações e a divulgação de informações de investidor não residente no País. Referido ato normativo foi alterado pela Instrução CVM nº 574/15.

Instrução CVM nº 583/16: Dispõe sobre o exercício da função de agente fiduciário.

Instrução CVM nº 584/17: Dispõe sobre o programa de distribuição de valores mobiliários e altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 e à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

Instrução CVM nº 588/17: Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013.

Resolução nº 2.907/01 do Conselho Monetário Nacional: Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

Resolução nº 3.533/08 do Conselho Monetário Nacional: Estabelece procedimentos para classificação, registro contábil e divulgação de operações de venda ou de transferência de ativos financeiros.

Instrução Normativa nº 1.022 da Receita Federal do Brasil: Dispõe sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais.

Jurisprudência:

Processo CVM nº RJ2011/1271

Processo CVM nº RJ2012/6032

Processo CVM nº RJ2012/7105

Processo CVM nº RJ2012/1961

Processo CVM nº RJ2013/4911

Processo CVM nº RJ2013/11017

Processo CVM nº RJ2014/10761

Processo CVM nº RJ2014/8513

Processo CVM nº RJ2014/8677

20

OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES (OPAs)

CARLOS AUGUSTO JUNQUEIRA

SÓCIO DAS ÁREAS DE SOCIETÁRIO, GOVERNANÇA CORPORATIVA E MERCADO DE
CAPITAIS DO CESCON, BARRIEU, FLESCH & BARRETO ADVOGADOS. FORMADO
EM DIREITO PELA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
(PUC-RIO), CURSOU LAW OF BUSINESS ENTERPRISES DA HARVARD UNIVERSITY /
HARVARD EXTENSION SCHOOL.

MARINA DA SILVA PRADO

SÓCIA DAS ÁREAS DE SOCIETÁRIO, GOVERNANÇA CORPORATIVA, FUSÕES E
AQUISIÇÕES E PRIVATE EQUITY DO CESCON, BARRIEU, FLESCH & BARRETO
ADVOGADOS. FORMADA EM DIREITO PELA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE
CATÓLICA DE SÃO PAULO (PUC/SP) E MESTRE EM DIREITO (LL.M.) PELA COLUMBIA
UNIVERSITY SCHOOL OF LAW.

LUIZA OZORES IGEL

ASSOCIADA DAS ÁREAS DE SOCIETÁRIO, FUSÕES E AQUISIÇÕES, PRIVATE EQUITY
E MERCADO DE CAPITAIS DO WONGTSCHOWSKI & ZANOTTA ADVOGADOS.
FORMADA EM DIREITO PELA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO
PAULO (PUC-SP) E PÓS-GRADUADA EM DIREITO SOCIETÁRIO PELA FUNDAÇÃO
GETÚLIO VARGAS - FGV (GV LAW).

EDUARDO FIGUEIRA DE BRITO

ASSOCIADO DAS ÁREAS DE SOCIETÁRIO, GOVERNANÇA CORPORATIVA E
MERCADO DE CAPITAIS DO CESCON, BARRIEU, FLESCH & BARRETO ADVOGADOS.
FORMADO EM DIREITO PELA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE
JANEIRO (PUC-RIO) E PÓS-GRADUADO EM FINANÇAS PELO INSTITUTO COPPEAD
DE ADMINISTRAÇÃO (UFRJ).

20.1. Introdução e Contexto Geral

As Ofertas Públicas de Aquisição de Ações (a seguir referidas como “OPA” ou “OPAs”)¹ visam à aquisição da totalidade ou de uma quantidade específica de ações de emissão de companhias abertas, destinadas indistintamente a todos os acionistas da companhia objeto ou apenas aos detentores de uma determinada classe ou espécie de ações, sob a responsabilidade de um ofertante, já acionista da companhia objeto ou não, necessariamente assessorado por uma instituição financeira. Excepcionalmente, a regulamentação permite à própria companhia ser o ofertante, caso da OPA para fechamento de capital, da qual trataremos mais adiante.

O instrumento OPA serve a diversos propósitos, sendo que iremos apresentar neste capítulo uma breve descrição de alguns aspectos obrigatórios e facultativos do processamento de uma OPA, no contexto de cada modalidade, a saber:

- (i) OPA para Aquisição do Controle de Companhia Aberta;
- (ii) OPA por Aumento de Participação do Acionista Controlador;
- (iii) OPA pela Transferência de Controle de Companhia Aberta (*tag along*);
- (iv) OPA para Cancelamento de Registro de Companhia Aberta (ou “Fechamento de Capital”, *going private*)²;
- (v) OPA para Conversão de Categoria de Registro como Companhia Aberta;
- (vi) OPA Autorregulação para Saída de Segmento Especial de Negociação;
- (vii) OPA Concorrente;
- (viii) OPA Voluntária; e
- (ix) OPA com Permuta de Valores Mobiliários ou Outros Ativos.

A OPA, em regra, destina-se a um público irrestrito, pois as ações são negociadas diariamente nos pregões, porém determinável apenas no momento da aceitação da OPA, quando a coletividade destinatária da OPA passa a se apresentar como acionistas aceitantes da oferta.

Ao contrário de uma Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários, cujo objetivo é captar recursos de investidores no mercado de capitais, o sentido da OPA é o inverso, pois trata-se de uma oferta de compra (em espécie e/ou bens) aos titulares de valores mobiliários de emissão de companhias abertas com um propósito claramente

¹ Também colaboraram para a elaboração deste Capítulo Maria Cristina Cescon, Joaquim José Aceturi de Oliveira, Mauricio Teixeira dos Santos, Gabriel Borges Mariano e Thais Cristina Tendolini e Silva.

² Em inglês, significa “indo para o privado”, que é o mesmo sentido do Cancelamento de Registro, pois, nesse caso, as ações deixam de ser admitidas à negociação pública e passam a ser negociadas apenas privadamente. Ao contrário, *going public* significa a listagem inicial de ações em bolsa de valores.

informado e sujeito a regramentos em função de sua modalidade. A OPA em regra é uma oferta de compra com pagamento em dinheiro, ou seja, ela é uma oportunidade de liquidez, e não de risco, para os acionistas.

Para ser considerada válida, a OPA deve atender aos requisitos legais e regulamentares, definidos, precipuamente, na Lei Federal nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”) e na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 361, de 5 de março de 2002, (“Instrução CVM 361”), conforme competência conferida pela Lei Federal nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, além de regras e procedimentos previstos no estatuto social das companhias objeto e na autorregulamentação, conforme o caso, como, por exemplo, os normativos editados pela B3 – Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

Além disso, as instituições financeiras que atuem como intermediárias nas OPAs, e que sejam filiadas à ANBIMA deverão seguir as disposições do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas.

A ocorrência de uma OPA representa oportunidade de liquidez uniforme para os investidores, os quais possuem direitos específicos perante o ofertante e a administração das companhias objeto, de acordo com a modalidade da OPA.

Estão sujeitas a prévio registro perante a CVM todas as OPAs obrigatórias e, nos termos da regulamentação, as voluntárias que envolverem pagamento mediante permuta por valores mobiliários. Em regra geral, não podem ser ofertados outros bens no âmbito de uma OPA, exceto na OPA em virtude da transferência de controle (*tag along*), feita como condição para a concretização do negócio jurídico de transferência do controle de companhia aberta, o qual deve ofertar condições iguais ou proporcionais às pactuadas com o acionista alienante do controle ou antigo controlador.

Apenas as OPAs voluntárias que não envolvam permuta por valores mobiliários não estão sujeitas a prévio registro perante a CVM, podendo ser publicadas ao mercado conforme decisão do ofertante acerca de sua oportunidade e conveniência.

Mesmo ofertas sem registro são reguladas e fiscalizadas pela CVM, que sempre pode determinar a divulgação de informações adicionais às previstas no respectivo edital, assim como a suspensão do procedimento em caso de irregularidades sanáveis ou até o cancelamento da OPA, caso se verifique uma irregularidade insanável, atividade facilitada pelo prazo mínimo de 30 dias entre a publicação do edital da OPA e a realização do leilão, que é o momento em que ocorre a aceitação da OPA pelos acionistas.

A CVM decide com base em análises circunstanciadas das áreas técnicas, gerências e superintendências envolvidas, geralmente a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários, em pareceres da antiga Superintendência Jurídica, atual Procuradoria Federal Especializada, cabendo a palavra final ao Colegiado, última instância

administrativa que decide os casos concretos, uma vez que inexistiu recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional ou ao Ministério da Economia.

Além disso, a CVM pode se basear em normativos de outra natureza, inclusive internacionais, códigos de boas práticas e autorregulação, além das disposições estatutárias específicas de cada companhia, como as denominadas “pílulas de veneno”³.

20.1.1. Princípios

Como vimos, existem diversas modalidades de OPA, a depender do motivo que a originar ou de sua finalidade, cada qual com características e regras próprias. Não obstante, alguns requisitos gerais se aplicam a todas as modalidades, que possuem princípios norteadores e conceitos próprios, específicos do procedimento de OPA.

A seguir elencamos alguns princípios e regras gerais de tais ofertas e como eles são enunciados na regulamentação sobre o assunto, uma visão geral de cada modalidade de OPA, assim como alguns casos práticos cujas características singulares merecem registro.

Proteção das Minorias

Dentre as maiores preocupações da regulamentação de OPAs figura a proteção aos acionistas minoritários de companhias abertas, uma das finalidades precípua da própria Autarquia. A instrumentalização da referida proteção se dá por meio do conjunto de requisitos e obrigações impostas ao ofertante, visando ao afastamento de abusos por parte de adquirentes, controladores ou de pessoas vinculadas à companhia objeto.

A proteção dos acionistas ocorre do ponto de vista financeiro e informacional, pois, mesmo em casos de ofertas de aquisição de ações, a CVM zela para que haja informação suficiente para adequada tomada de decisão pelo investidor, prestada pelo ofertante a todos de forma igualitária e oportuna, conforme mencionamos a seguir.

Vinculação Presumida de Interesses

Nos termos da regulamentação aplicável, presume-se vinculada a determinada pessoa uma outra pessoa⁴ que (i) seja pela primeira controlada ou que a controle, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, ou ainda que esteja sob controle comum; ou (ii) tenha adquirido o seu controle (ainda que sob condição suspensiva), seja promitente compradora ou detentora de opção de compra do seu controle, ou intermediária

³ No inglês, *poison pills*, dispositivos previstos em estatutos sociais de companhias abertas que muitas vezes dificultam ou inviabilizam justamente as OPAs que visam à aquisição do controle da companhia. Tal mecanismo se desenvolveu nos Estados Unidos devido à ampla existência de companhias sem controlador definido, também chamadas de companhias com “controle disperso”.

⁴ Seja natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos (Instrução CVM nº 361, artigo 3º, §2º).

em negócio de transferência daquele controle. Não se presume a companhia objeto vinculada ao seu acionista controlador.

Outras presunções e situações de fato e de direito podem ser consideradas para determinar vínculos e atuações concertadas, sendo notórias aquelas que decorrem de vínculos familiares ou em virtude de acordos de acionistas. Não necessariamente a existência de todo e qualquer acordo de acionista fará com que haja uma comunhão de interesses, sendo portanto perfeitamente lícita a celebração de acordos de acionistas entre acionistas controladores e acionistas minoritários sem que ambos sejam considerados agindo no mesmo interesse.

Coletividade Indeterminada como Destinatária

Quanto à destinação da oferta, estabelece a regulamentação a obrigação de dirigi-la, de forma indistinta, a todos os titulares de ações da companhia objeto, sendo permitido à oferta abranger apenas ações de determinada espécie ou classe, sendo dessa forma destinada apenas aos seus detentores, desde que possibilite a todos estes detentores a adesão à oferta, independentemente da quantidade de ações almejada. Caso seja parcial, a oferta deverá observar o rateio proporcional, conforme informado a seguir.

Rateio Proporcional

Em se tratando de OPA parcial, ou seja, de oferta pública de aquisição que não compreenda a totalidade das ações de emissão da companhia objeto (ou a totalidade das ações de uma mesma classe e espécie), caso o número de adesões implique em uma quantidade de ações que ultrapasse aquela almejada pelo ofertante, será assegurado a todos os acionistas destinatários o direito indistinto à adesão, mediante rateio proporcional, que significa que todos poderão alienar o mesmo percentual de ações, ou seja, serão tratados de forma isonômica observada a mesma proporção entre as quantidades de ações detidas por cada acionista.

Tratamento Equitativo

A todos os destinatários da OPA deverá ser conferido tratamento equitativo pelo ofertante, ou seja, a oferta deve conter condições equivalentes para todos os seus destinatários (ou condições alternativas oferecidas indistintamente, cuja escolha caberá a cada aderente). Ressalvada a possibilidade justificada de fixação de preços diversos para diferentes classes e espécies de ações, descrita mais adiante, não é permitido ao ofertante estabelecer condições melhores para determinada parcela das ações visadas, em detrimento das demais ações da mesma classe e espécie, seja em função do controle por elas exercido ou de qualquer outra vantagem que o ofertante entenda existir em relação a tais ações.

Deve, ainda, ser assegurado aos detentores das ações visadas o fornecimento das mesmas informações acerca da oferta, em bases suficientes e completas, incluindo os elementos necessários para a tomada de decisão quanto ao aceite, ou não, da referida OPA de forma igualitária e informada.

Nos termos da regulamentação, o ofertante é responsável pelas informações fornecidas à CVM e ao mercado, respondendo pela sua veracidade e, conseqüentemente, pela prestação de informações falsas, imprecisões ou omissões em caso de danos causados à companhia objeto, aos seus acionistas e a terceiros, seja por culpa ou dolo.

Para operacionalizar a disseminação de tais informações, a regulamentação exige a elaboração e publicação do instrumento da OPA, que deve ser publicado sob a forma de edital e veiculado em jornais de grande circulação habitualmente usados pela companhia objeto, bem como ser disponibilizado na rede mundial de computadores e nas sedes da própria companhia e do ofertante, entre outros, assim como em regra demanda a elaboração e divulgação de laudo de avaliação, preparado por instituição com experiência em avaliações de companhias abertas. O edital da OPA e o laudo de avaliação são os principais documentos que visam a assegurar que as informações sejam amplamente difundidas, propiciando aos seus destinatários a oportunidade de acesso equânime a informações relativas à companhia e sua avaliação.

Do instrumento da OPA deve, ainda, constar declaração do ofertante e da instituição intermediária, no sentido de que ambos desconhecem a existência de fatos ou circunstâncias não revelados ao público, que possam influenciar, de modo relevante, os resultados da companhia objeto ou a cotação das ações visadas.

Intermediação Obrigatória

Entre os princípios gerais norteadores da OPA figura a sua intermediação por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou, ainda, por instituição financeira com carteira de investimento. Primariamente, o papel da instituição intermediária é auxiliar o ofertante em todas as fases da oferta e, ao final, garantir a sua liquidação financeira e o pagamento do preço de compra das ações.

Adicionalmente, a Instrução CVM nº 361 estabeleceu como responsabilidade da instituição intermediária zelar pela veracidade, qualidade e suficiência das informações fornecidas pelo ofertante à CVM e ao mercado no âmbito da oferta, bem como as informações eventuais e periódicas divulgadas pela própria companhia objeto.

Incumbe à instituição intermediária a obrigação de tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que tais informações cumpram com os requisitos elencados, bem como tornando-a responsável por eventuais omissões

durante todo o procedimento da oferta. Dessa forma, criou-se um mecanismo de fiscalização interna no âmbito da OPA, que tem por consequência o fortalecimento da estrutura de proteção ao mercado.

Dever de Sigilo do Ofertante e Comunicações ao Mercado

Com a finalidade de assegurar que as informações acerca da OPA estejam disponíveis a todos de forma simultânea, e evitar que transações sejam realizadas com base em informações ainda não disponibilizadas aos investidores em geral, a Instrução CVM nº 361 amplia o dever de guardar sigilo previsto na Instrução CVM nº 358, que impõe ao ofertante o dever de guardar sigilo quanto à realização da oferta até a sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que seus administradores, empregados, assessores e terceiros de sua confiança também observem tal preceito.

A Instrução CVM nº 358 estabelece que as pessoas com acesso a informações sobre atos ou fatos relevantes⁵, em razão do cargo ou posição que ocupam, responderão solidariamente com subordinados e terceiros de sua confiança por eventuais descumprimentos ao dever de guardar sigilo.

Tendo em vista a delimitação temporal do dever de sigilo quanto à OPA ser o momento da sua divulgação ao mercado, tornou-se necessário estabelecer formas específicas de divulgação para as ofertas sujeitas a registro na CVM ou não.

As ofertas não sujeitas a registro serão consideradas divulgadas ao mercado quando da publicação do respectivo edital, enquanto, para as ofertas sujeitas a registro na CVM, o marco temporal é estabelecido pelo momento da divulgação do fato relevante relativo à OPA. A OPA para aquisição do controle de companhia aberta tem regra específica sobre sigilo no artigo 260 da Lei nº 6.404/76, que prevê que até a publicação da oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a CVM devem manter sigilo sobre a oferta projetada, respondendo o infrator pelos danos que causar.

A OPA projetada, nesse caso, refere-se ao momento no qual ela ainda não pode ser considerada irrevogável e irretratável. A publicação do edital da OPA geralmente é o ponto a partir do qual a OPA se torna irrevogável e irretratável, porém nada impede que outra publicação subscrita pelo ofertante que não o edital da OPA induza juridicamente a irrevogabilidade e irretratabilidade da OPA, como a divulgação de um fato relevante ou uma proposta dirigida a todos os acionistas. Nesses casos, a OPA deixa de ser projetada e passa a ser firme quando da publicação de tal anúncio público irrevogável e irretratável do ofertante, ainda que o edital não tenha sido aprovado pela CVM.

⁵ Nos termos da Instrução CVM 358, art. 2º, ato ou fato relevante é qualquer fato ou evento 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; ou (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

No que se refere a fatos relevantes no âmbito de ofertas públicas sujeitas a registro na CVM, a Instrução CVM nº 358, que entre outros assuntos, disciplina a divulgação obrigatória de fatos relevantes, determina que a sua divulgação pelo ofertante, juntamente com a quantidade de valores mobiliários a serem adquiridos, o preço, as condições de pagamento e demais condições a que estiver sujeita a oferta, deve ocorrer imediatamente após ele decidir realizá-la.

Sob a ótica da companhia objeto, o artigo 6º da Instrução CVM nº 358 excetua da obrigação de divulgação imediata atos ou fatos relevantes relacionados à companhia cujos acionistas controladores ou administradores entenderem que sua revelação poderá colocar em risco interesse legítimo da companhia.

Nesse sentido, pode o Diretor de Relações com Investidores da companhia objeto abster-se de proceder à divulgação da potencial realização da OPA na hipótese acima, caso em que a divulgação ocorrerá idealmente uma vez que tenham sido estabelecidas as principais condições da operação e a companhia (por meio de sua administração) ou seus acionistas, conforme o caso, tenham decidido vincular-se com vistas à sua consumação.

No entanto, fica o Diretor de Relações com Investidores da companhia objeto obrigado a divulgar imediatamente a existência de negociações acerca da potencial oferta, caso a informação escape ao controle dos envolvidos ou se verifique oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados.

Caso a potencial OPA escape ao sigilo das partes responsáveis, deverá o eventual ofertante publicar imediatamente o instrumento da OPA ou, alternativamente, informar ao mercado que tem interesse em realizá-la ou está considerando tal possibilidade, embora ainda não tenha posição definida sobre sua efetivação. Caso o ofertante opte pela segunda alternativa, poderá a CVM solicitar que ele publique o instrumento da OPA ou anuncie ao mercado de maneira inequívoca que não pretende realizá-la durante o semestre subsequente.

Laudo de Avaliação

Uma exigência regulamentar no âmbito da OPA consiste na necessidade de se contratar laudo de avaliação das ações, obrigatório sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador, administrador ou pessoa a eles vinculada, exceto em se tratando de OPA por alienação de controle.

Caso a oferta envolva pagamento com permuta de valores mobiliários de emissão de determinada companhia aberta, também deverá ser apresentado laudo de avaliação

dessa companhia, utilizando os mesmos critérios de avaliação que aqueles utilizados para a avaliação da companhia objeto.

É possível que critérios diferentes sejam utilizados para a avaliação da companhia cujos valores mobiliários serão entregues em pagamento pelas ações visadas, porém tal diversidade precisará ser justificada. Em qualquer caso, o laudo deverá tomar como base as demonstrações financeiras auditadas da companhia a ser avaliada, podendo utilizar informações gerenciais, caso o avaliador entenda serem consistentes.

Adicionalmente, a CVM poderá questionar o ofertante quanto às alterações relevantes verificadas na companhia após a data-base da avaliação e, em caso positivo, solicitar que o avaliador atualize o respectivo laudo de avaliação.

Nos termos da Instrução CVM nº 361, o laudo poderá ser elaborado pela instituição intermediária contratada pelo ofertante para efetuar a oferta, por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento que possuam área especializada e devidamente equipada e tenham experiência comprovada na avaliação de companhias abertas, ou ainda por empresa especializada que possua experiência comprovada no mesmo quesito.

O Anexo III da Instrução CVM nº 361 contém uma descrição da estrutura e dos elementos que devem ser observados quando da elaboração do laudo de avaliação. Uma vez finalizado, o laudo de avaliação deverá ser divulgado ao mercado e ser disponibilizado para consulta na CVM, na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado na qual o leilão será realizado, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto, bem como nos *websites* da CVM e da companhia objeto.

Preço Uniforme, Regras Excepcionais e Forma de Pagamento

A regra é estabelecer um preço uniforme para todas as ações objeto, excetuados preços diversos para diferentes classes e espécies das referidas ações, que somente serão permitidos se tal diferenciação for compatível com a modalidade da OPA e a diferença for devidamente fundamentada em laudo de avaliação da companhia objeto, ou suas razões expressamente justificadas em declaração do ofertante.

Nos termos da Instrução nº 361 a oferta poderá, no entanto, apresentar preços à vista e a prazo distintos para os mesmos destinatários, caso haja justificada razão para sua existência, e tal distinção não afete a reflexão e a independência da decisão de aceitação da OPA, como, por exemplo, estar vinculada ao prazo de aceite ou quantidade de aceites já manifestados. Na hipótese de preços distintos para pagamento à vista e a prazo, a escolha entre as formas alternativas de pagamento caberá a cada aderente, independentemente dos demais.

Nos termos da Instrução CVM nº 361, deve o preço por ação estabelecido pelo ofertante ser igual ou superior ao maior preço por ação pago pelo ofertante – ou por pessoas a ele vinculadas – em negócios realizados entre a divulgação da OPA ao mercado e a data do respectivo leilão ou revogação, conforme o caso. Dessa forma, o preço passará a ser determinado pela operação de compra, independente daquele apurado no laudo de avaliação. Na hipótese de se verificar uma infração a esta regra, o ofertante terá um período de vinte e quatro horas para aumentar o preço da OPA, mediante alteração do respectivo edital, observado o procedimento para tanto.

O preço por ação estabelecido pelo ofertante, nos casos em que não houver permuta, deverá obedecer às disposições relativas a cada modalidade de OPA, observado que em alguns casos (como nas hipóteses de OPA para Cancelamento de Registro e de OPA por Aumento de Participação) o preço ofertado deverá ser justo, apurado com base em laudo de avaliação elaborado conforme as exigências previstas na Lei das S.A. quanto à definição do referido valor.

Nesses casos em que há o requisito de pagamento de “preço justo”, na eventualidade de os acionistas minoritários destinatários da OPA discordarem da avaliação das ações da companhia e, por consequência do preço ofertado, desde que baseado em falha ou imprecisão evidenciada do critério de avaliação utilizado, poderão, se titulares de no mínimo 10% das ações em circulação no mercado, requerer aos administradores o pedido de convocação de assembleia especial de acionistas para deliberar sobre a realização de nova avaliação. A assembleia especial poderá aprovar a realização de nova avaliação da companhia, seja pelo mesmo critério, seja por critério distinto, desde que aceito pela CVM.

Vedação à Transferência de Custos

É vedado ao ofertante transferir à companhia objeto, a qualquer título, os custos e despesas incorridos com o lançamento e liquidação financeira da oferta – ressalva feita aos casos em que a própria companhia figura como ofertante, nas hipóteses previstas na legislação e regulamentação aplicável.

Ofertas Condicionadas

O ofertante pode estabelecer, no próprio instrumento da oferta, que esta encontra-se sujeita à verificação de determinadas condições preestabelecidas para a sua implementação, desde que tais condições não dependam da atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas. Em tais casos, uma vez verificadas as condições, fica o ofertante obrigado à efetivação da aquisição, nos prazos e termos previstos no respectivo edital. Caso tais condições não ocorram, a oferta não produz efeito e o ofertante não será obrigado a prosseguir com a operação de compra.

Tais condições suspensivas, assim como todos os termos que regem a oferta, devem

constar do seu instrumento, publicado sob a forma de edital e, conforme o caso, precedido de registro perante a CVM. Não é permitido ao ofertante incluir uma condição suspensiva após publicado o edital. Tampouco é permitido ao ofertante revogar ou alterar o instrumento da oferta de modo que resulte prejuízo aos destinatários (*reformatio in pejus*), exceto em observância das regras previstas no artigo 5º da Instrução CVM nº 361. Trata-se de outro princípio geral aplicável a OPAs, qual seja, o princípio da imutabilidade e irrevogabilidade, excetuadas condições que favoreçam aos destinatários, como melhora de preço ou renúncia de condições ou requisitos da OPA.

Isso porque a modificação de uma OPA será admitida independentemente de autorização pela CVM quando se tratar de melhoria da oferta em favor dos destinatários, mediante a inclusão de condição benéfica ou renúncia, pelo ofertante, à condição por ele estabelecida para a efetivação da oferta. A modificação ou revogação de OPA sujeita a registro que não se enquadre nessa hipótese dependerá de prévia e expressa autorização pela CVM, enquanto as ofertas não sujeitas a registro podem ser alteradas pelo ofertante, sem que a autorização da CVM se faça necessária, caso tal possibilidade tenha sido expressamente comunicada no respectivo edital, em estrita conformidade com o ali previsto.

No que se refere às ofertas sujeitas a registro perante a CVM, a regulamentação estabelece que a autorização pela autarquia para alteração ou revogação somente será concedida caso sejam atendidos os seguintes critérios: primeiramente, é necessário que tenha ocorrido uma alteração material nas circunstâncias, posterior e imprevisível, que cause ao ofertante um aumento relevante dos riscos por ele assumidos no âmbito da OPA em questão, e, diante de pedido de revogação de oferta, que o ofertante apresente comprovação satisfatória de que os negócios jurídicos que deram causa à realização da OPA restarão sem efeito caso a autorização seja concedida.

Para as ofertas sujeitas a registro, o pedido de alteração ou de revogação, conforme o caso, deverá ser levado a público pelo mesmo meio utilizado para divulgação do respectivo edital, acarretando a suspensão do seu prazo, caso esteja em curso.

Mediante deferimento das alterações pela CVM (em caso de ofertas sujeitas a registro) ou se a autorização da referida entidade não for necessária, conforme aplicável, deverá o ofertante publicar novo edital, destacando as alterações realizadas e a nova data para realização do leilão.

Desistência da OPA

Não obstante o exposto acima, pode o ofertante desistir da oferta nas modalidades de OPA para cancelamento de registro e OPA por aumento de participação, caso se verifique a revisão do preço das ações visadas em função de nova avaliação da companhia objeto, pelo mesmo critério utilizado ou por critério diverso, conforme

a Lei das S.A. permite, aos acionistas detentores de no mínimo 10% das ações em circulação no mercado, requerer, mediante deliberação tomada em assembleia especial realizada separadamente. O processo de Revisão do Preço é melhor descrito na seção OPA para Cancelamento do Registro, ou Fechamento de Capital.

Leilão como Regra, Procedimento Especial como Exceção

Observado o procedimento da OPA, a aquisição das ações visadas ocorrerá em ambiente de leilão, mediante aceite pelo acionista que desejar aderir à oferta, a ser realizado na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, conforme as ações visadas sejam negociadas, e estará sujeita às regras das respectivas entidades. No entanto, pode o ofertante solicitar à CVM que a implementação da OPA ocorra por outra forma, diversa do leilão.

Ressalvada a hipótese de lançamento de OPA concorrente para aquisição do controle, o leilão deve permitir o aumento do preço das ações visadas durante a sua realização, o qual beneficiará os acionistas que já tenham aderido à oferta, sem prejuízo do recebimento de eventuais diferenças de preço, entre diferentes classes e espécies de ações, se houver.

Deve o leilão, ainda, permitir a interferência de terceiros compradores na oferta. Exceto em se tratando das modalidades de OPA para cancelamento de registro, OPA por aumento de participação e OPA para aquisição de controle, as interferências compradoras podem visar à quantidade de ações inferior àquela abrangida pela OPA original, procedendo-se, então, ao rateio proporcional. Quanto às interferências compradoras realizadas nas modalidades de oferta mencionadas acima, seu objeto deve ser o lote total da OPA original, ou seja, o número de ações detidas pelos acionistas que aceitarem a OPA original.

Em qualquer dessas hipóteses, a interferência deve ser divulgada pelo interessado com dez dias de antecedência em relação à data do leilão da OPA original, na forma de comunicado indicando apenas (i) as qualificações da companhia-alvo e do interferente, (ii) o número e características das ações objeto e (iii) informações sobre os valores mobiliários de emissão da companhia-alvo (incluindo derivativos) detidos pelo interferente e/ou por pessoas a ele vinculadas – não sendo necessário, portanto, informar o preço da interferência (observado que nas ofertas com pagamento à vista, o preço da primeira interferência deve ser no mínimo 5% superior ao último preço oferecido). O interferente deve apresentar, ainda, documento que comprove garantia firme da liquidação financeira da operação⁶.

6 Conforme entendimento do Colegiado da CVM no âmbito do Processo CVM nº 19957.003818/2018-41, referente ao processo competitivo de aquisição do controle da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. (“Caso Eletropaulo”). Decisões de 02, 15 e 29 de maio de 2018.

A liquidação financeira da oferta pode ser estruturada basicamente por três formas: de compra, mediante pagamento em moeda corrente; de permuta, mediante entrega de valores mobiliários em pagamento; e, ainda, mista, quando envolver ambas as formas anteriores. Conforme já mencionado, o ofertante pode prever, no edital, formas alternativas de liquidação financeira da oferta, desde que a escolha seja livremente feita pelo destinatário. Embora haja exceções, em regra, a liquidação financeira é feita em três dias úteis contados da data do leilão, no processo conhecido como “entrega mediante pagamento”, princípio universal em bolsas de valores. Segundo esse princípio, a entrega do ativo pelos vendedores (ação) ocorre concomitantemente ao pagamento feito pelo ofertante (dinheiro ou outro ativo, como vimos).

Não obstante essa regra geral, existem diversas situações em que o pagamento de uma OPA pode ocorrer a prazo, ou seja, além dos três dias regulamentares, ou em outros valores mobiliários ou outros ativos, especialmente no caso de OPA em decorrência da alienação do controle de companhia aberta, uma vez que o conceito dessa modalidade de OPA é assegurar tratamento equitativo com relação ao vendedor do controle acionário da companhia, devendo ser lançada pelo adquirente do controle.

Limite para Aquisição de Ações pelo Ofertante

Exceto em caso de ofertas na modalidade de OPA por alienação de controle, há uma limitação de quantidade de ações adquiridas em OPAs apresentadas pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, caso se verifique no âmbito de tal oferta a adesão por mais de $1/3$ e menos de $2/3$ dos acionistas detentores das ações em circulação, considerando-se como tal a totalidade das ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas aquelas detidas pelo controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto e, por fim, as ações existentes em tesouraria.

Nessa hipótese, verificada a adesão de acionistas dentro dos citados patamares, deverá o ofertante optar entre (a) adquirir ações da mesma espécie e classe até o limite de $1/3$, mediante rateio proporcional entre os acionistas que aderiram à oferta; ou (b) desistir da oferta, caso o respectivo edital tenha previsto a adesão de acionistas detentores de pelo menos $2/3$ das ações em circulação como condição para a sua realização e, expressamente, facultado ao ofertante agir dessa forma.

Condições para Apresentação de Nova OPA e outras Restrições

No que tange a vedações, durante o período de um ano após a realização de uma OPA (a contar da data do respectivo leilão), a companhia objeto, seu acionista controlador ou pessoas a ele vinculadas não podem apresentar nova OPA visando as mesmas ações, exceto se obrigados pela regulamentação aplicável ou se as condições da nova

OPA beneficiarem aos aceitantes da OPA anterior, mediante o pagamento da diferença de preço atualizada, se houver.

Enquanto durar o procedimento da OPA, o ofertante e as pessoas a ele vinculadas não poderão alienar, direta ou indiretamente, ações da mesma espécie e classe das ações visadas pela oferta, exceto durante o respectivo leilão. Sendo a OPA parcial, tampouco poderão adquirir ações da mesma espécie e classe das ações visadas fora do ambiente da oferta, ou ainda realizar operações com derivativos lastreados em ações da mesma espécie e classe que as ações visadas.

Ademais, uma vez contratada, fica a instituição intermediária e as pessoas a ela vinculadas impedidas de negociar com valores mobiliários de negociação da companhia objeto, ou derivativos a eles referenciados, bem como efetuar pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia e a operação. A Instrução CVM nº 361 excetua de tal vedação a negociação por conta e ordem de terceiros, a administração discricionária de carteira de terceiros, as operações realizadas pela instituição intermediária como formadora de mercado, aquelas destinadas a proteger posições assumidas em *total return swaps* contratadas com terceiros e, ainda, as operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários.

CADE

A Lei Federal nº 12.529, de 30 de novembro de 2011 (Lei de Defesa da Concorrência), entrou em vigor em 29 de maio de 2012 e introduziu, entre outros pontos, o sistema de análise prévia de Atos de Concentração pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

Para que um Ato de Concentração – assim definido pela Lei de Defesa da Concorrência⁷ – seja de notificação obrigatória, as partes envolvidas deverão preencher certos critérios objetivos de faturamento⁸. Em razão do sistema de análise prévia, as partes devem manter as estruturas físicas e as condições de concorrência inalteradas até a avaliação final do CADE⁹. Em suma, são vedadas quaisquer transferências de ativos e qualquer tipo de influência de uma parte sobre a outra, bem como a troca de informações

⁷ O artigo 90 da Lei nº 12.529/2011 dispõe que um ato de concentração será configurado nas seguintes hipóteses: (i) 2 (duas) ou mais empresas anteriormente independentes se fundem; (ii) 1 (uma) ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o controle ou partes de uma ou outras empresas; (iii) 1 (uma) ou mais empresas incorporam outra ou outras empresas; ou (iv) 2 (duas) ou mais empresas celebram contrato associativo, consórcio ou joint venture. Neste último caso, ressalva-se que não serão considerados atos de concentração quando destinados às licitações promovidas pela administração pública direta e indireta e aos contratos delas decorrentes.

⁸ Quais sejam: (i) que pelo menos um dos grupos econômicos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no Brasil, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$750.000.000,00 (setecentos e cinquenta milhões de reais; e (ii) que pelo menos um outro grupo econômico envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no Brasil, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$75.000.000,00 (setenta e cinco milhões de reais.) Valores ajustados conforme Portaria Interministerial MJ/MF, de 30 de maio de 2012.

⁹ Art. 88, §3º, da Lei de Defesa da Concorrência.

concorrencialmente sensíveis que não seja estritamente necessária para a celebração do instrumento formal que vincule as partes.

O regime prévio parecia conflitar com a dinâmica de uma oferta pública (muitas vezes não se tem conhecimento de quem será o comprador no momento da comunicação da operação). Nesse sentido, após o tema ser amplamente debatido em sede de audiências públicas durante o trâmite legislativo da Lei de Defesa da Concorrência, os legisladores, já premeditando problemas inerentes à análise prévia do CADE, inseriram na lei determinação para que o CADE disciplinasse, dentre outros, atos de concentração envolvendo especificamente participação em leilões, licitações e operações de aquisição de ações por meio de oferta pública¹⁰.

O Regimento Interno do CADE (“RICADE”) estabeleceu que operações envolvendo OPA podem ser notificadas a partir da sua publicação e, tal como no âmbito de operações realizadas em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, independem de autorização prévia do CADE para a consumação¹¹.

Ressalva-se, porém, que o exercício dos direitos políticos relativos à participação adquirida por meio de OPA fica proibido até a aprovação da operação pelo CADE. É possível, no entanto, que o CADE, a pedido das partes, conceda autorização para referido exercício, desde que o mesmo seja necessário para a proteção do pleno valor do investimento.

Ocorre que o CADE não definiu o que significa a expressão “pleno valor do investimento”, de forma que este tema será eventualmente definido por meio de precedentes do órgão antitruste, o que não ocorreu até o momento em razão da insipiência do tema nos julgados do CADE.

No caso de exercício dos direitos políticos antes da aprovação da operação e sem autorização prévia do CADE, as partes envolvidas na operação estarão sujeitas às penalidades pela prática de *gun jumping*¹², com imposição de multa pecuniária, que poderá variar de R\$60.000,00 (sessenta mil reais) a R\$60.000.000,00 (sessenta milhões de reais), sem prejuízo de eventual aplicação de pena de nulidade, e abertura de processo administrativo para imposição de sanções administrativas por infrações à ordem econômica.

10 Conforme redação do art. 89 da Lei nº 12.526/2011: Art. 89. Para fins de análise do ato de concentração apresentado, serão obedecidos os procedimentos estabelecidos no Capítulo II do Título VI desta Lei. Parágrafo único. O Cade regulamentará, por meio de Resolução, a análise prévia de atos de concentração realizados com o propósito específico de participação em leilões, licitações e operações de aquisição de ações por meio de oferta pública. (destaques nossos)

11 O RICADE disciplina essas questões específicas de OPA em seu artigo 109.

12 A consumação de atos de concentração econômica antes da decisão final da autoridade antitruste (prática também conhecida como *gun jumping* pela literatura e jurisprudência estrangeiras) é vedada pelo artigo 88, §3º. da Lei de Defesa da Concorrência (extraído do Guia para Análise de Consumação Prévia de Atos de Concentração Econômica do CADE, que pode ser encontrado em <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/gun-jumping-versao-final.pdf>).

Além disso, algumas modalidades de OPA receberam tratamento especial pelo RICADE, conforme sumarizado abaixo:

- (i) OPAs por alienação de controle¹³, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, a qual deverá ser submetida ao CADE quando da notificação da operação que determinar a realização da oferta, sendo desnecessária posterior notificação após a respectiva publicação¹⁴;
- (ii) OPAs para cancelamento de registro¹⁵, a qual não é considerada como ato de concentração pelo CADE¹⁶ e;
- (iii) OPAs por aumento de participação¹⁷, a qual também não é considerada como ato de concentração pelo CADE¹⁸.

Note-se que, das modalidades de OPA previstas na Instrução CVM 361, o RICADE é silente no que tange à OPA voluntária¹⁹, a OPA para aquisição de controle de companhia aberta²⁰ e a OPA concorrente²¹. Estas, portanto, enquadram-se na regra geral que determina a notificação ao CADE quando de sua publicação.

Em que pese o CADE ter analisado poucos casos envolvendo OPAs até o momento, oportuno ilustrar os precedentes sobre o tema tratado. Chama-se atenção, nesse sentido, para o (i) Ato de Concentração nº 08700.01865/2015-01 (Requerentes: Fundo de Investimento em Participações Bridge, Brookfield BR, LLC e BR Properties S.A.)²²; e (ii) Ato de Concentração nº 08700.002372/2014-07 (Cromossomo Participações II

13 vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade. § 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais. § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput. § 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

14 Nos termos do §3º do artigo 109 do RICADE.

15 Conforme definição prevista nos artigos 2º, I, da Instrução CVM 361, e 4º, §4º, da Lei das S.A., e 21, §6º, da Lei nº 6.385/76: "Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19: (...) § 6º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando: I - casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados; II - informações e documentos que devam ser apresentados pela companhia para a obtenção do registro, e seu procedimento. III - casos em que os valores mobiliários poderão ser negociados simultaneamente nos mercados de bolsa e de balcão, organizado ou não".

16 Nos termos do §4º do artigo 109 do RICADE.

17 Conforme definição prevista nos artigos 2º, II, da Instrução CVM 361, e 4º, "§6º, da Lei das S.A.: §6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado."

18 Igualmente nos termos do §3º do artigo 109 do RICADE.

19 Conforme definição prevista no artigo 2º, IV, da Instrução CVM nº 361.

20 Conforme definição prevista no artigo 2º, V, da Instrução CVM nº 361.

21 Conforme definição prevista no artigo 2º, VI, da Instrução CVM nº 361.

22 Em resumo, a operação trata de OPA voluntária a ser realizada pelo FIP Bridge para aquisição de controle da BRPR. Referida operação foi aprovada pelo CADE sem restrições, conforme parecer assinado eletronicamente em 08 de abril de 2015.

S.A. e Diagnósticos da América S.A.)²³.

Em suma, os dois precedentes citados tratam de OPAs voluntárias para aquisição de controle. Por serem OPAs voluntárias, elas se enquadraram na regra geral. Contudo, importante ressaltar a celeridade com a qual o CADE está conseguindo analisar os atos de concentração sob o sistema prévio. A título exemplificativo, o primeiro precedente foi aprovado pelo CADE em menos de 30 dias contados da sua notificação.

Interessante que no precedente em questão não foi sequer necessário discutir a possibilidade de concessão de autorização excepcional pelo CADE para que as partes pudessem exercer os direitos políticos relativos à participação adquirida²⁴. Na verdade, estrategicamente, se o CADE mantiver esse padrão célere e ágil nas suas análises, o melhor é abster-se de engajamento nesse tipo de discussão com o órgão, sob pena de prolongar desnecessariamente a análise.

Ainda que o CADE tenha endereçado a preocupação dos legisladores com a permissão de consumação da OPA e possibilidade de concessão de autorização excepcional para exercício dos direitos políticos, resta patente a confiança que o mercado e as companhias vêm tendo com o novo sistema de análise prévia do CADE, principalmente em casos de pouca complexidade, os quais são analisados e aprovados de maneira muito célere.

Sendo assim, pode-se concluir que a análise prévia do CADE tem sido bem-sucedida a tal ponto que a preocupação legislativa com o seu impacto no dinamismo de uma OPA tem sido superada na prática, pelo menos nos casos de rito sumário e ordinário não complexo. Os desafios ainda não enfrentados pela jurisprudência estarão em casos complexos, em que há alta concentração de mercado e necessidade de conciliar com o cronograma de uma OPA.

20.2. Modalidades

Sumarizamos a seguir as diferentes modalidades de OPA existentes no ordenamento jurídico brasileiro, tanto obrigatórias quanto voluntárias. Nesse contexto, ressalte-se que as normas gerais acerca de ofertas públicas de ações acima explicadas são aplicáveis às modalidades descritas abaixo, salvo quando excetuado em cada caso, nos termos da Instrução CVM nº 361 e dos precedentes administrativos decididos pela área técnica da CVM ou por seu Colegiado.

²³ Em resumo, a operação trata de OPA voluntária a ser realizada por CP II para aquisição de ações ordinárias da DASA. Referida operação foi aprovada pelo CADE mediante a celebração de um Acordo em Controle de Concentrações, que foi assinado em 16 de julho de 2014 pelas partes e pelo CADE.

²⁴ Cf. previsto no §2º do artigo 109 do RICADE: §2º *O Cade pode, a pedido das partes, conceder autorização para o exercício dos direitos de que trata o § 1º, nas hipóteses em que tal exercício seja necessário para a proteção do pleno valor do investimento.*

20.2.1. OPA para Cancelamento de Registro

Permitido pela Lei das S.A., o cancelamento do registro da companhia para negociação de suas ações nos mercados de valores mobiliários regulados pela CVM, ou seja, o fechamento de capital de companhia aberta, pressupõe a prévia realização de OPA pelo acionista controlador²⁵ ou pela própria companhia.

A chamada OPA para Cancelamento de Registro, regulamentada pelos artigos 16 e subsequentes da Instrução CVM nº 361, refere-se à oferta pública de ações formulada pela própria companhia objeto ou pelo acionista controlador como pressuposto intrínseco do fechamento de capital, a fim de possibilitar aos acionistas minoritários venderem ou permutarem suas ações no âmbito da OPA e se retirarem do quadro acionário da companhia ou, ainda, concordarem expressamente com o fechamento de capital e permanecerem como integrantes do quadro acionário da companhia.

Para a sua realização, a OPA para Cancelamento de Registro (e o fechamento de capital), além dos requisitos e princípios mencionados acima, deve cumprir condições mínimas, a seguir descritas.

Preço Justo

O ofertante deverá, com base nos critérios previstos na Lei das S.A. e Instrução CVM nº 361, expostos abaixo, definir o preço a ser pago por cada ação de emissão da companhia objeto no âmbito da OPA. O preço ofertado pelas ações objeto deverá ser justo, isto é, ser definido com base nos critérios de patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, de forma isolada ou não, ou com base em outro critério que seja aceito pela CVM. A apuração do referido preço deverá ser realizada por perito ou empresa especializada que deverá preparar e apresentar, inclusive no âmbito da assembleia que o conhecer, laudo de avaliação detalhado.

Revisão do Preço

Os acionistas minoritários, destinatários da OPA, têm a prerrogativa de discordar do preço constante no laudo de avaliação, desde que existam elementos indicativos de ambiguidade quanto ao preço apurado, sendo demonstradas imprecisões na metodologia ou no critério utilizado na apuração do valor que define o *preço justo*. Nesse caso, poderá ser solicitada, por 10% das ações em circulação, a convocação de assembleia especial dos acionistas titulares das ações em circulação para revisão do

²⁵ Nos termos da legislação brasileira, entende-se por acionista controlador a pessoa, ou grupo de pessoas, seja física ou jurídica, ou fundo, vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum, que seja titular de direitos que lhe assegurem a maioria de votos em deliberações da companhia, poder para eleger os administradores da companhia e para gerenciar as atividades da companhia.

preço de oferta. Nos termos do artigo 4º-A da Lei das S.A., o pedido de realização de assembleia especial para deliberar acerca de reavaliação do preço deverá ser efetuado no prazo de 15 dias após a divulgação do valor da oferta pública, devendo ser devidamente fundamentado, como mencionado.

No cenário de deliberação favorável à revisão do preço em sede de assembleia especial por parte dos acionistas presentes detentores de *ações em circulação*, a apuração do preço das ações que resulte em valor superior ao formulado na OPA prevalecerá sobre o valor inicialmente apurado, sendo facultado ao ofertante, por consequência, desistir da oferta pública e do cancelamento do registro. Por outro lado, o procedimento da OPA será retomado caso o valor auferido seja igual ou inferior ao valor inicialmente fixado. Seja qual for o caso, o ofertante que mantiver a OPA deverá providenciar a publicação de aviso de fato relevante, informando acerca da nova data de realização do leilão e, conforme aplicável, do novo preço ofertado.

Ações em Circulação

Para fins da referida assembleia especial, consideram-se ações em circulação todas as ações do capital social da companhia aberta, exceto aquelas de propriedade do acionista controlador, diretores, conselheiros e as em tesouraria, assim como aquelas de titularidade de acionistas que por diversos motivos possam ser considerados como agindo “no mesmo interesse” do acionista controlador ou ainda em função de outras circunstâncias. A definição de “acionistas vinculados” ao interesse do controlador decorre de entendimentos casuísticos e circunstanciados, que podem variar em função de diversos fatores, como a existência de acordos de acionistas ou outros acordos, ou ainda ao fato de acionistas já terem aceitado o valor original da oferta.

Quórum de Aceitação da OPA

A OPA para Cancelamento do Registro deverá ser aceita por mais de dois terços (2/3) das ações em circulação, ou seja, aquelas ações cujos titulares expressamente concordaram com o fechamento do capital ou se habilitaram para o leilão relativo à OPA²⁶ e não discordaram do processo de fechamento. Em conjunto ou alternativamente à concordância direcionada à realização da OPA, a legislação aplicável permite que os titulares das ações em circulação manifestem concordância ou discordância com o cancelamento do registro. Assim, os acionistas minoritários, destinatários da OPA, que não desejarem participar da OPA para Cancelamento do Registro, poderão anuir com o fechamento de capital da companhia via instrumento formal de manifestação de concordância²⁷, nesse cenário, portanto, permanecendo na companhia uma vez

26 Observe-se que não são computadas no referido cálculo, nem consideradas ações em circulação, (a) as ações detidas pelos acionistas controladores; (b) as ações dos acionistas que permanecerem silentes que não se habilitaram para o leilão; e (c) as ações mantidas em tesouraria.

27 O instrumento de manifestação de concordância deverá conter declaração de ciência do acionista subscritor de que suas ações ficarão indisponíveis até a liquidação do leilão referente à OPA e de que suas ações, após a efetivação do cancelamento, não estarão aptas para negociação na bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

fechado o capital. Ou, no caso de discordância, poderão tentar obstar o fechamento do capital, compondo o quórum de rejeição do cancelamento.

Proteção dos Minoritários, Titulares de Ações em Circulação

A definição de preço justo das ações que serão ofertadas, juntamente com a concordância de dois terços (2/3) das ações em circulação visa à proteção dos acionistas minoritários da companhia, porquanto resultará em diminuição de liquidez das ações, que não mais poderão ser negociadas, isto é, alienadas em mercados de valores mobiliários com intermediação de integrantes do sistema de distribuição.

A OPA para Cancelamento de Registro, aprovada pelo quórum mínimo supramencionado das ações em circulação, seja expressamente ou via habilitação para o leilão, resultará no efetivo fechamento de capital da companhia.

Resgate Compulsório

Ainda, no caso do fechamento do capital social, a Lei das S.A. permite à própria companhia resgatar as ações remanescentes da OPA, após transcurso do prazo da oferta pública e se remanescerem em circulação menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia, desde que devidamente aprovado por assembleia geral. O preço a ser pago por tais ações remanescentes será equivalente ao preço pago na aquisição das ações no âmbito da OPA. De qualquer forma, somente após aprovação por assembleia geral, poderá a companhia concretizar o resgate compulsório.

20.2.2. OPA por Alienação de Controle

Com base no artigo 254-A, §1º, da Lei das S.A., e na Instrução CVM nº 361 entende-se por transferência de controle a mudança relevante, ou seja, a efetiva transferência, direta ou indireta, da totalidade ou de parte das ações que integram o bloco de controle da companhia objeto, inclusive de ações vinculadas a acordos de acionistas, e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação do controle acionário da companhia.

Caracterização do Controle Acionário

O controle acionário da companhia decorre da quantidade de ações detidas por um acionista (ou bloco de acionistas)²⁸, mas não somente: também devem ser ponderadas

28 A legislação brasileira não determina expressamente um número mínimo fixo de ações que o acionista deve deter para figurar como acionista controlador de uma companhia. Nesse sentido, ressaltamos os artigos 116, alínea b, e 243, § 2º da Lei das S.A. que, ao definir a figura do acionista controlador e da sociedade controladora, não dispõe acerca de participação mínima para que se configure o controle, conforme abaixo:

“Artigo 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

circunstâncias ligadas a (i) titularidade de direitos que assegurem ao acionista, de modo permanente, o poder de gerir a companhia e eleger a maioria dos seus administradores, e (ii) efetiva utilização de tal poder de dirigir e orientar as atividades e o funcionamento da companhia.

Assim, a legislação brasileira inclui na definição da expressão “poder de controle” a titularidade de participação acionária mínima de 50% dos votos mais uma ação, mas vai além, prevendo que a configuração do controle decorre, em verdade, da titularidade de direitos permanentes de sócios que assegurem ao acionista o poder de preponderar nas deliberações sociais e, em verdade, da efetiva utilização de tal poder para dirigir as atividades sociais.

Ou seja, direitos esporádicos ou momentâneos concedidos a acionistas em caráter transitório e que não tenham estabilidade, portanto, não asseguram o controle ao acionista²⁹. Ressalte-se que, eventualmente, acionistas preferencialistas detentores de ações que tenham adquirido direito de voto pelo não pagamento de dividendos, poderão convocar assembleia geral e destituir os administradores, procedendo à nova eleição para preenchimento das vagas. Com isso, passarão a exercer o controle acionário da companhia, mas não em caráter permanente.

Devido ao fator cultural e preponderante de nosso mercado face à existência de estruturas de controle concentradas, a legislação brasileira, desde 1976, impôs ao acionista controlador uma série de deveres e responsabilidades, inclusive no tocante ao gerenciamento das atividades sociais da companhia.

Dessa forma, em paralelo com o direito de dirigir as atividades desenvolvidas pela companhia objeto, o acionista controlador é diretamente responsabilizado pelos danos causados em decorrência de eventual abuso de poder, notadamente em face do que dispõe o artigo 117 da Lei nº 6.404/76.

No âmbito do poder de controle, faz-se necessário ressaltar a existência do controle potencial. Quando se fala em alienação, pelo acionista controlador, de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, tais como debêntures conversíveis, adquiridos em quantidade suficiente para assegurar ao acionista adquirente o controle da companhia, a realização da referida

-
- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
 - b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

(...)

Artigo 243, § 2º. *Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócios que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.*”

²⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 304-305.

OPA somente será exigida uma vez exercida a conversão, salvo em casos plenamente circunstanciados nos quais é possível identificar que o prêmio de controle foi pago antecipadamente ao alienante do controle. Trata-se de hipótese excepcional.

Em regra, enquanto não houver conversão de tais valores mobiliários ou direitos em ações com direito a voto, entende-se como não efetivada a transferência do controle acionário da companhia, uma vez que o poder de controle, por parte do detentor de tais títulos ou direitos, é um poder em potencial³⁰.

Tipos Diferentes de Exercício do Poder de Controle

O controle da companhia pode ser dividido em quatro tipos: o controle majoritário, controle compartilhado, controle minoritário e controle gerencial.

Nos casos em que um único acionista é titular da maioria das ações de emissão de uma companhia, o controle será majoritário – nesse caso, o acionista majoritário detém o poder decisório da companhia. Cabe destacar, entretanto, a hipótese de exercício do poder por parte dos administradores, em face de delegação, formal ou informal, de acionista controlador (ou grupo) que não deseja administrar a companhia. Mesmo nesse caso, a alienação do bloco de controle enseja a efetivação de OPA pois os administradores poderão ser substituídos e, caso não o sejam, receberão orientação diversa na condução dos negócios sociais, sem falar que os novos controladores também poderão assumir efetivamente a gestão da companhia.

Já o controle compartilhado, nos moldes do controle majoritário, é exercido por um grupo de acionistas vinculados por um acordo de votos, isto é, acordo de acionistas, por meio do qual se comprometem a votar em bloco no tocante a matérias de controle da companhia³¹. Nas companhias sob controle majoritário ou controle compartilhado formal, é clara a existência de um controlador. Em assim sendo, conforme veremos a seguir, a alienação ou transferência de controle comumente ocorre nas companhias com controle majoritário ou compartilhado.

Por sua vez, o exercício dos controles minoritário ou gerencial pressupõe a existência de capital disperso ou pulverizado na companhia, ou seja, aquele no qual as ações de emissão da companhia encontram-se dispersas entre acionistas, nenhum deles detendo posição capaz de assegurar o predomínio nas deliberações societárias.

Quando a companhia tem um acionista que, apesar de não deter mais da metade das ações com direito a voto da companhia, tem preponderância nas assembleias gerais, daí efetivamente exercendo o controle, pode ser caracterizado o controle minoritário³².

30 SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do Controle Acionário: Interpretação e Valor*. Niterói, Rio de Janeiro: FMF, 2004, P. 67-68.

31 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*: São Paulo: Quartier Latin, 2001, p. 457. v.3.

32 OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhias Abertas*, Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 35. v.1

Em outras palavras, o controle e o gerenciamento das atividades da companhia são exercidos por acionista detentor de participação minoritária. Nesses casos, salvo se provada a existência de acordo informal de votos, de difícil caracterização, não estaremos diante de uma situação que suscite o lançamento de uma OPA pela transferência do controle acionário da companhia.

Por fim, entende-se por controle gerencial aquele exercido pelos administradores da companhia. Neste caso, o controle não advém de posição acionária, mas sim dos direitos, deveres e prerrogativas concedidas aos administradores por meio do estatuto social da companhia. Portanto, tendo em vista a inexistência de acionista controlador para dirigir as atividades da empresa, o poder de controle é exercido pelos seus administradores.

Dessa forma, no controle minoritário e no gerencial, em razão do acima mencionado, é incomum a alienação do controle, porquanto não haveria acionista majoritário, controlador com o qual se possa transacionar um negócio privado de transferência do controle. Dessa forma, a definição da necessidade de lançamento de uma OPA por Transferência de Controle depende da caracterização de um acionista ou grupo de acionistas que tenha exercido previamente o controle da companhia.

Quanto ao controle minoritário, em princípio, um caminho natural para sua transferência será a realização de OPA visando à aquisição de controle nos termos dos artigos 257 e seguintes da Lei das S.A., que veremos adiante, que é hipótese diversa da OPA em virtude da transferência do controle, prevista no artigo 254-A do referido diploma legal. Contudo, nada impede que um grupo de acionistas minoritários se reúna para alienar uma quantidade de ações representativa do controle majoritário. Nesse caso, poderá ser configurada a transferência do poder de controle na companhia, ainda que a operação seja concretizada mediante aquisições em separado de diversos acionistas.³³

É conveniente lembrar que a compra do controle deve ser analisada pela ponta compradora e, também, pelo lado dos alienantes. São os dois lados da mesma moeda, sendo a análise de ambos importante para definir uma situação de transferência do controle acionário apta a ensejar o lançamento de uma OPA obrigatória ou não.

Caso que merece destaque é a aquisição originária do controle acionário, que ocorre quando o bloco de controle não existe, vindo este a ser formado mediante compra de ações por terceiro, que passará a controlar a companhia. Não há transferência do controle, pois, antes, este era inexistente, dado o grau de dispersão das ações no mercado pela companhia.³⁴

33 Parecer CVM/SJU/Nº048/84, de 09 de julho de 1984.

34 SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do Controle Acionário: Interpretação e Valor*. Niterói, Rio de Janeiro: FMF, 2004, p. 264.

Considerando o entendimento delineado acima acerca da transferência de controle e de controle em si, podemos adentrar à exposição da OPA em virtude da Transferência de Controle.

Aspectos da OPA em virtude da Transferência de Controle

Frise-se, inicialmente, que tal OPA é obrigatória apenas nos casos de aquisição derivada do controle de uma companhia aberta, esta entendida como a aquisição de um controle preexistente na companhia, com a efetiva transferência do poder de controle, e respectivas ações, a um novo acionista controlador. Em assim sendo, com a concretização da transação, direitos e obrigações do acionista controlador alienante são transferidos ao acionista controlador adquirente.

Em razão do poder de controle, transfere-se também um bem político, com valor econômico qualitativo, distinto do valor das ações³⁵. Comumente, vê-se a transferência de controle nos casos de companhias sob controle majoritário ou compartilhado, pois é de fácil constatação a existência do acionista controlador para fins de negociação privada da transação.

A OPA por Transferência de Controle é regulamentada em três alçadas, sendo estas, a Lei das S.A. e normas da CVM, as regulações das bolsas de valores e de mercadorias e futuros, nas quais as ações são negociadas e, por fim, os contratos (estatuto social da companhia e, eventualmente, acordo de acionistas).

Pagamento aos Minoritários Mínimo de 80% do Valor Recebido pelo Alienante

Quando a transferência do controle acionário ocorrer por meio de aquisição privada, e não mediante escalada acionária ou oferta pública³⁶, o artigo 254-A da Lei das S.A. obriga o adquirente a realizar uma oferta pública de compra da totalidade das ações com direito a votos remanescentes, com vistas a lhes assegurar, ao menos, 80% do valor do preço praticado no(s) negócio(s) da transferência do controle, podendo o estatuto social, o acordo de acionistas ou a simples vontade do adquirente, elevar este valor mínimo. Também a Instrução CVM nº 361 determina que terão direito de exigir a participação na referida OPA, as ações com direito a voto, que seja pleno e permanente, por disposição legal ou estatutária.

Tratamento das Ações sem Voto

Não obstante, a companhia aberta pode, no seu estatuto social ou mediante acordo de acionistas, atribuir a ações sem direito a voto o direito a participar da referida OPA. Trata-se do chamado *tag along*, que se refere ao direito conferido aos acionistas

35 MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 295.

36 OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhias Abertas*, Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 80. v.1.

minoritários de ofertar a venda de suas ações ao acionista adquirente na eventualidade de transferência ou alienação do controle da companhia objeto. Excepcionalmente nesse cenário, que deve ser expressamente previsto no estatuto social ou acordo de acionistas relativo à companhia objeto, os acionistas minoritários detentores de ações sem direito a voto são incluídos entre os destinatários da OPA por Alienação do Controle. Adicionalmente, vale ressaltar a possibilidade da ocorrência dessa hipótese em face da simples vontade do adquirente do controle, especialmente se desejar lançar uma oferta combinada para atendimento ao art. 254-A da Lei das S.A. e também visando ao fechamento do capital (Cancelamento do Registro).

Lançamento da OPA como Condição do Negócio de Transferência do Controle

A realização da referida OPA, por parte do adquirente, é *conditio sine qua non* de eficácia do negócio jurídico por meio do qual foi realizada a transferência das ações integrantes do bloco de controle ao adquirente. Essa foi a forma mais contundente de a legislação fixar a importância desse tipo de transação, negando eficácia jurídica ao negócio da transferência do controle, caso não seja efetivada a OPA devida.

Uma vez celebrado o instrumento definitivo contratando a alienação das ações que representam o controle da companhia objeto, o adquirente deverá, em até 30 dias, formular OPA em virtude da Transferência de Controle. O ofertante deverá incluir no instrumento da OPA, além dos demais requisitos gerais determinados na Instrução CVM nº 361, a notícia do fato relevante correspondente à alienação do controle.

A contraprestação da OPA pela Transferência de Controle deverá ser consistente com a contraprestação recebida pelo acionista controlador alienante. Assim, o preço poderá ser pago em dinheiro ou por meio de valores mobiliários. No primeiro caso, o ofertante, uma vez definido o preço ofertado e observado o valor mínimo fixado legal ou estatutariamente, conforme exposto acima, pagará em dinheiro os valores devidos, sendo que o valor a ser efetivamente recebido pelo acionista minoritário deverá ser acrescido de juros contados da data do pagamento ao acionista controlador alienante até a data da liquidação financeira da OPA.

Por sua vez, nos casos cuja contraprestação for realizada em valores mobiliários, mediante permuta, o ofertante, poderá (i) ofertar valores mobiliários da mesma espécie e classe daqueles oferecidos ao acionista controlador alienante ou, (ii) ofertar outros valores mobiliários ou realizar oferta alternativa em dinheiro, cabendo aos destinatários da oferta formularem suas opções individualmente.

Alienação Indireta de Controle

Conforme o disposto no artigo 254-A, *caput*, da Lei das S.A., a realização de OPA por Transferência de Controle também é condição de eficácia da transferência do controle indireto de companhia aberta.

Importante ressaltar que, nessa hipótese, o preço da OPA por Transferência de Controle deverá ser determinado com base em demonstração justificada a ser submetida à CVM pelo terceiro adquirente.

A referida demonstração deverá refletir o valor implícito das ações da companhia objeto, tendo em vista o valor pago pelas ações de sua controladora, cabendo à CVM apenas analisar a adequação e suficiência de tal documento.

Nesse sentido, não compete à CVM estipular a metodologia mais adequada para determinação do preço da OPA por Transferência de Controle Indireto, podendo a Autarquia, contudo, solicitar a elaboração de laudo de avaliação das ações de emissão da companhia objeto para lhe auxiliar em sua análise.

Prêmio de Permanência

O ofertante, ainda, tem a prerrogativa de oferecer aos destinatários da OPA um prêmio de permanência equivalente, no mínimo, à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor efetivamente pago por cada ação pertencente ao bloco de controle³⁷. Note-se, contudo, que, se oferecido o prêmio, os acionistas minoritários poderão optar por aceitá-lo e permanecer na companhia, ou, alternativamente, aceitar a OPA. Será considerado aceito o prêmio pelo acionista destinatário que não se manifestar. Isso porque, sem a concordância expressa ou habilitação no leilão por parte do destinatário da oferta, não faria sentido considerá-lo como interessado na venda dos valores mobiliários sob sua titularidade.

Tendo em vista que as condições facultativas da oferta, bem como a definição do seu valor (respeitado o mínimo legal), podem ser estabelecidas pelo ofertante, basicamente com o intuito de incentivar seus destinatários a permanecerem no quadro acionário da companhia objeto, resta claro que, sujeito aos parâmetros legais, o valor do prêmio deve ser favorável aos acionistas minoritários.

Não obstante, poderá o ofertante apresentar prêmio com valor não inferior à diferença entre o preço pago pelas ações do bloco e o valor de mercado das ações, desde que o destinatário da oferta mantenha o seu direito pela aceitação da OPA, caso assim deseje. Nesse cenário, em decidindo por não aceitar a OPA, o destinatário receberá o valor do prêmio de permanência.

Casuística na Análise da CVM e Contexto de cada Transação

Como a lei determinou à CVM sua atuação em procedimentos relativos à alienação do controle visando a assegurar tratamento equitativo em relação a controladores e

³⁷ A apuração do valor do prêmio deverá ser equivalente à cotação média ponderada das ações objeto da oferta nos últimos 60 pregões realizados antes da divulgação do aviso do fato relevante relativo à transferência do controle.

minoritários, ela constituiu seus precedentes verificando não somente os aspectos formais de cada transação, mas também procedendo ao exame do preço e das condições que serão estendidas na OPA para compra dos acionistas com ações em circulação.

Dessa forma, em face da complexidade apresentada em muitas das operações da espécie, a CVM adotou, como premissa, a análise casuística para melhor exercer seu dever de tutela dos acionistas minoritários³⁸, conforme se depreende dos Pareceres CVM/SJU/nºs 086/82, de 9 de dezembro de 1982, 048/84, de 3 de julho de 1984, assim como em diversos precedentes definidos pela Área Técnica e pelo Colegiado da CVM.

Dessa forma, a análise de cada transferência será sempre circunstanciada, específica, desenvolvida a partir de elementos concretos de cada caso e previstos nos documentos e contratos relativos a um contexto específico de cada transação da espécie.

20.2.3. OPA por Aumento de Participação

Ainda em prol dos acionistas minoritários, o acionista controlador, sujeito às regras contidas na legislação, em caso de aumento de sua participação por meio de aquisição de novas ações, à exceção do procedimento alternativo descrito abaixo, deverá formular OPA para Aumento de Participação, para aquisição das ações dos acionistas minoritários.

A Instrução CVM 361, em seu artigo 26 e seguintes, determina que o controlador formule OPA para Aumento de Participação, que terá por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas em duas situações, sendo uma objetiva e, outra, subjetiva.

Incidência Objetiva e Subjetiva

Objetivamente, o acionista controlador deverá formular OPA sempre que tenha adquirido, por outro meio que não uma OPA, ações representativas de mais de um terço (1/3) das ações, de determinada espécie e classe, em circulação, considerando como data-base a data de entrada em vigor da Instrução CVM nº 345/2000.

Subjetivamente, a mesma OPA poderá vir a ser obrigatória para o acionista controlador quando este, na entrada em vigor da Instrução CVM nº 361, detenha, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e venha a adquirir, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% daquela mesma espécie e classe em período de 12 meses. Essa OPA poderá vir a ser determinada pela CVM caso essa autarquia verifique, no prazo máximo de seis meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.

38 SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do Controle Acionário: Interpretação e Valor*. Niterói, Rio de Janeiro: FMF, 2004, P. 32-33.

Para fins da OPA por aumento de participação, a obrigação do acionista controlador estende-se à pessoa a ele vinculada, às pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou às pessoas a eles vinculadas.

Revisão do Preço

Aos acionistas minoritários destinatários da OPA, ou seja, aqueles detentores das ações da classe ou espécie afetadas pelo aumento da participação do controlador, quanto à possibilidade de revisão do preço da oferta, é assegurado direito igual àquele conferido aos destinatários da OPA para Cancelamento de Registro. Isto é, os titulares de 10% das ações em circulação no mercado poderão requerer a convocação de assembleia geral para deliberar sobre a reavaliação das ações³⁹. Contudo, em contrapartida ao procedimento relativo à OPA para Cancelamento de Registro, o ofertante não poderá desistir da oferta caso o valor da oferta seja superior ao valor inicial, exceto se optar por adotar o procedimento alternativo descrito abaixo.

Procedimento Alternativo ao Lançamento da OPA

O controlador, adquirente de participação societária da companhia objeto, nos termos acima descritos, que se comprometer a alienar a participação excedente no prazo de três meses contados a partir da aquisição, poderá evitar a formulação da OPA, mediante autorização de procedimento alternativo, concedida pela CVM. Contudo, a OPA voltará a ser exigível e obrigatória, caso o ofertante aliene as ações objeto a pessoas a ele vinculadas, conforme acima, ou caso descumpra o dever de aliená-las no prazo de três meses.

De qualquer forma, não obstante a possibilidade de realização do referido procedimento alternativo, a Instrução CVM nº 361 limita a sua utilização a uma vez a cada dois anos, ficando o ofertante obrigado a realizar a OPA em caso de utilização do procedimento alternativo em período inferior.

20.2.4. OPA Voluntária e OPA Parcial

A OPA Voluntária visando à aquisição de ações da companhia objeto, seja total ou parcialmente, deverá seguir o procedimento e princípios descritos acima.

Nesse contexto, a referida OPA, em razão de sua natureza voluntária, não está sujeita a registro perante a CVM, sendo, portanto, isenta de prévio registro quando efetuado seu pagamento exclusivamente em dinheiro.

Essa OPA poderá ainda ter como objeto a aquisição da totalidade das ações em circulação ou apenas parte delas. A OPA para aquisição de apenas parte das ações em

39

Vide item acerca da reavaliação do preço no âmbito da OPA para Cancelamento de Registro.

circulação é a denominada OPA parcial. Nessa modalidade de OPA, mesmo sendo para a aquisição de um número determinado de ações, todos os titulares de ações em circulação devem receber tratamento equitativo, tendo a faculdade de aceitá-la. Assim, haverá rateio proporcional entre os destinatários aceitantes.

Ressalte-se que os destinatários da oferta poderão condicionar a sua aceitação ao sucesso da OPA, conforme explicamos abaixo.

No que se refere ao direito de realizar o resgate compulsório das ações remanescentes após a realização da OPA, quando o percentual de ações for inferior a 5%, conforme referido anteriormente, não é aplicável à OPA Voluntária.

20.2.5. OPA para Aquisição de Controle

Diversamente da OPA por Alienação de Controle, de caráter obrigatório, por meio da qual o ofertante, adquirente do controle acionário da companhia objeto, obriga-se a adquirir as ações com direito a voto pertencentes aos acionistas minoritários, a legislação brasileira prevê a possibilidade de aquisição de controle de uma companhia aberta mediante realização de oferta pública voluntária.

Nos termos da Instrução CVM nº 361, a OPA para Aquisição de Controle tem caráter voluntário, de modo que o seu registro não é exigido. Contudo, apesar de o registro não ser obrigatório, uma vez formulada a OPA, o ofertante deverá seguir as regras procedimentais previstas na legislação. Excepcionalmente, na eventualidade de a liquidação financeira proposta pelo ofertante envolver, parcial ou totalmente, permuta por valores mobiliários, a OPA para Aquisição de Controle estará sujeita a registro perante a CVM.

Inexistência de Controle Majoritário

No âmbito da referida OPA, comumente, não há um acionista controlador, ou grupo de acionistas controladores vinculados por acordo de voto, porquanto seu capital é pulverizado. Nesse sentido, conforme já definido, entende-se por companhia com capital pulverizado aquela que não é controlada por um único acionista (ou grupo). Dessa forma, em não havendo controle por parte de um único acionista, a referida OPA figura como alternativa viável para a aquisição da quantidade de ações que se faça necessária para obter o controle da companhia objeto. Assim, o ofertante evitará a negociação individual com os titulares de ações.

Exatamente por não ter um acionista controlador, na companhia com capital pulverizado, a aquisição de controle mediante a oferta pública de compra de ações pode, muitas vezes, ser considerada uma aquisição hostil, tendo em vista que, possivelmente, o controle desse tipo de companhia é gerencial, ou seja, detido pela

administração e poderá passar a ser detido pelo ofertante, independentemente de anuência da administração.⁴⁰

OPA Parcial

A OPA para Aquisição de Controle deverá ser formulada pelo interessado em adquirir o controle e terá por objeto, no mínimo, a quantidade necessária de ações que lhe assegurem o poder de comando na companhia objeto. Conforme disposição contida no § 3º do artigo 257 da Lei das S.A., o ofertante que, à época da OPA, já fizer parte do quadro acionário da companhia objeto, poderá formular a oferta apenas em relação ao número de ações que, somadas às suas, venham a formar um bloco de controle, procedendo-se ao rateio proporcional entre os aceitantes da oferta.

Em razão do disposto, a OPA para Aquisição de Controle poderá ser parcial, ou seja, não englobar a totalidade das ações em circulação da espécie e classe visada pelo ofertante, mas apenas aquelas necessárias para a efetiva aquisição do controle da companhia objeto.

Por se tratar de oferta pública de caráter voluntário, a OPA para Aquisição de Controle deverá seguir os procedimentos gerais e especiais fixados para a OPA Voluntária. Não obstante, as disposições legais e regulamentares, que se referem à publicidade e à divulgação ao mercado das informações que deverão constar no instrumento de oferta, serão aplicáveis as regras gerais relativas à OPA por Transferência de Controle, desde que o ofertante tenha acesso a tais informações.

Resta salientar, ainda, que a companhia objeto deverá divulgar ao mercado todas as informações relativas aos seus valores mobiliários detidos, concedidos ou dados em empréstimo a: ela mesma, seus administradores e pessoas vinculadas à companhia e aos seus administradores, bem como acerca dos negócios realizados em mercado ou privadamente com valores mobiliários emitidos pela companhia objeto nos três meses anteriores à realização da OPA; e o ofertante deverá divulgar ao mercado informações relativas aos seus negócios envolvendo valores mobiliários realizados durante a OPA, eventual celebração de contratos ou outros atos jurídicos referentes à aquisição ou alienação de valores mobiliários emitidos pela companhia objeto e eventual celebração de contratos, ou outros negócios jurídicos com a companhia, seus administradores ou acionistas titulares de ações representando mais de 5% das ações objeto da OPA.

Uma vez formulada a OPA, mesmo tendo caráter voluntário, o ofertante estará obrigado à aquisição de todas as ações remanescentes da mesma espécie e classe pelo preço final obtido na OPA. No entanto, em caso de OPA Parcial, a obrigação ora exposta não será aplicável.

40

Em benefício dos destinatários da oferta, a Instrução CVM nº 361 exige que o edital da OPA Parcial para Aquisição de Controle condicione expressamente a prerrogativa de aceitação da oferta ao sucesso da OPA. Entende-se por sucesso as aceitações irrevogáveis de uma quantidade de ações capaz de assegurar ao ofertante o controle da companhia objeto. Ou seja, em não recebendo número suficiente de aceitações para conferir o controle da companhia objeto, a OPA não será considerada bem-sucedida, e, portanto, conforme as regras estabelecidas pela CVM, o ofertante não poderá adquirir as ações por meio da OPA, uma vez que o ofertante não foi aceito como novo controlador da companhia objeto pelos atuais acionistas.

Ao comentar a matéria de forma incidental no âmbito do Caso Eletropaulo, o Colegiado da CVM entendeu, acompanhando a área técnica da Autarquia, que a condição de aquisição de um número de ações suficiente para assegurar ao ofertante o controle da companhia-alvo constitui requisito legal essencial da OPA para Aquisição de Controle, com previsão no artigo 257, § 2º, da Lei das S.A., sendo, portanto, irrenunciável.

O Colegiado da CVM entendeu, ainda, pela possibilidade, em abstrato, de formulação de uma única oferta que cumule (i) OPA para Aquisição de Controle com (ii) OPA Voluntária incondicionada. Nesse caso, o ofertante poderia adquirir ações da companhia-alvo ainda que a OPA para Aquisição de Controle não fosse bem-sucedida, tendo em vista a formulação de OPA Voluntária simples incondicionada. Entendimento semelhante já havia sido proferido pela Autarquia em 2014, no âmbito do Processo CVM nº RJ2014/0783, referente à OPA para Aquisição do Controle da Diagnósticos da América S.A.⁴¹

20.2.6. Opa Concorrente

Na esfera da Instrução CVM nº 361 existe, ainda, outra modalidade de OPA denominada OPA Concorrente. Nesta modalidade, o ofertante propõe-se a concorrer com uma OPA já existente, devidamente registrada, quando sujeita a registro, ou, devidamente publicada, quando não sujeita a registro.

Como critério de validade da OPA Concorrente, a oferta deverá ser lançada ou ter o respectivo registro solicitado, conforme o caso, em até dez dias antes da data prevista para a realização do leilão da OPA com que concorrer, por terceiro que não o ofertante daquela oferta original, ou parte vinculada a ele, e por preço mínimo de 5% superior ao da OPA com que concorrer.

Ademais, considerando-se o aspecto de competição desta modalidade de oferta, e visando a proteger os envolvidos na oferta original e na oferta concorrente, as manifestações ou ordens de venda que já tenham sido firmadas em relação à aceitação da oferta original serão consideradas nulas e, por consequência, sem efeito. Nesse

41

Decisão de 28 de janeiro de 2014.

sentido, caberá ao acionista minoritário ofertado se manifestar, aceitando a oferta que for de seu interesse.

Vale ressaltar que a OPA Concorrente poderá ter modalidade diversa da OPA com que concorrer, observando, no caso de se tratar de OPA sujeita a registro, os requisitos, procedimentos e prazos previstos na Instrução CVM 361.

Ainda, para possibilitar uma concorrência equitativa, uma vez lançada a OPA Concorrente, o ofertante inicial poderá prorrogar o prazo da sua oferta para coincidir com o prazo da oferta concorrente e poderão, também, tanto o ofertante inicial quanto o ofertante concorrente, alterar o preço de suas ofertas, aumentando-o em qualquer valor e tantas vezes quanto necessárias, ressalvado o disposto no artigo 5º da Instrução CVM 361, que dispõe acerca da alteração do instrumento de ofertas após a sua devida publicação.

Por fim, uma vez verificada a existência da OPA Concorrente, poderá a CVM (i) adiar a data do leilão da oferta original, (ii) estabelecer um prazo máximo para apresentação e aceitação de propostas finais de todos os ofertantes, ou (iii) determinar a realização de leilão conjunto, fixando as regras para a sua realização.

Importante registrar que, na hipótese de a CVM determinar a realização de leilão conjunto, o lançamento de nova OPA Concorrente será admitido até, no máximo, 20 dias antes da data prevista para a realização do leilão conjunto, tendo em vista o disposto no artigo 258, inciso V, da Lei das S.A.

Além disso, no caso específico de OPA para Aquisição do Controle, a concorrência de preços via de regra não se dará no leilão da OPA se houver sido publicado edital de OPA Concorrente ou houver sido solicitado registro para OPA Concorrente. Nestes casos, o preço superior a ser ofertado às ações será definido por meio da publicação de aditamento aos editais da OPA Concorrente e da OPA original.

Não obstante, ao analisar o Caso Eletropaulo, o Colegiado da CVM entendeu que os editais de OPA para Aquisição de Controle e eventual OPA Concorrente devem assegurar a possibilidade de interferências compradoras de terceiros no leilão. Nesse caso, havendo efetiva interferência, a concorrência de preços se dará no leilão, sendo admitido aos ofertantes alterar o preço de suas respectivas ofertas durante o leilão.

A Instrução CVM nº 361 também estabelece uma série de obrigações relativas à divulgação de informações e aquisições de ações, assim como outros acordos relativos ao exercício de voto e à transferência de direitos sobre as ações, as quais deixamos de detalhar devido às minúcias que especificam. Tais obrigações foram incluídas pela reforma promovida pela Instrução CVM nº 487, de 25 de novembro de 2010, a qual introduziu os artigos 32-A, 32-B, 32-C, 32-D, 32-E, 32-F e 32-G.

20.2.7. OPA no âmbito dos Segmentos Especiais de Listagem da B3

No âmbito da B3, existem cinco segmentos especiais de listagem de companhias, com diferentes exigências normativas decorrentes do nível de governança corporativa que a companhia listada pretende ter, quais sejam: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.

Os regulamentos de cada segmento especial para negociação de ações e valores mobiliários da B3 preveem diferentes tipos de regras no tocante a ofertas públicas de aquisição de ações, estas complementares às normas das ofertas públicas ditadas pela Lei das S.A. e pela Instrução CVM nº 361.

Tratamento Igualitário em OPA por Alienação de Controle

Inicialmente, os regulamentos, em cumprimento às disposições da Lei das S.A. e da Instrução CVM nº 361, exigem a realização de OPA, que deverá ser devidamente registrada perante a CVM, por transferência ou alienação de controle de companhia aberta, seja em única operação ou em operações sucessivas. Nesse contexto, os regulamentos expressamente preveem, à exceção do Nível 1 de governança corporativa, que nos casos de alienação de ações, direitos de subscrição de ações ou outros valores mobiliários conversíveis em ações e que provoquem a alienação do controle da companhia objeto, ou de alienação do controle da empresa controladora da companhia objeto, o adquirente deverá realizar uma oferta pública para aquisição de todas as ações remanescentes, nos termos da OPA por Transferência de Controle, conforme explicado acima, e assegurando aos acionistas minoritários tratamento igualitário àquele dado ao alienante (antigo controlador).

Recomposição de Preço aos Alienantes Anteriores

Em caso de alienação do controle das companhias listadas no Bovespa Mais, no Bovespa Mais Nível 2 ou no Nível 2 de governança corporativa, o adquirente também estará obrigado a pagar a diferença entre o preço da OPA e o valor que eventualmente tenha pago para adquirir ações de emissão da companhia-alvo nos seis meses anteriores à aquisição do controle, devidamente corrigido.

De forma similar, em caso de alienação do controle de companhia cujas ações foram objeto nos 12 meses anteriores de OPA de saída do Bovespa Mais, do Bovespa Mais Nível 2, do Novo Mercado ou do Nível 2 de governança corporativa, o adquirente e o alienante (antigo controlador) estarão solidariamente obrigados a pagar aos acionistas que aceitaram a OPA de saída a diferença entre o preço pago ao alienante (antigo controlador) pelo adquirente e o preço da OPA de saída.

Percentual Mínimo de Ações em Circulação

Os regulamentos de listagem do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa, dispõem que, permanentemente, a companhia listada deverá manter em circulação (*free float*), ao menos, 25% do capital social da companhia⁴², enquanto, as companhias listadas no Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 deverão atingir o *free float* de 25% de seu capital social dentro do prazo de sete anos.

Com a transferência do controle, seguida pela realização mandatória de OPA por Alienação do Controle, conforme disposto na Instrução CVM nº 361 e nos referidos regulamentos, a companhia objeto que for listada nos Níveis 1 e 2 de governança corporativa terá um período de seis meses após a aquisição do controle para tomar todas as medidas cabíveis e necessárias à manutenção ou à recomposição do referido percentual mínimo de ações em circulação. Por outro lado, em sendo listada nos segmentos da Bovespa Mais ou Bovespa Mais Nível 2, o referido prazo será de 12 meses. Já no caso das companhias listadas no Novo Mercado, será dado o prazo de 18 meses para esse propósito.

Preço de OPA para Cancelamento de Registro

No caso de companhia listadas no Bovespa Mais, no Bovespa Mais Nível 2 ou no Nível 2 de Governança Corporativa, o preço da OPA para Cancelamento de Registro deverá ser, no mínimo, igual ao “valor econômico” das ações de emissão da companhia-alvo, apurado conforme laudo de avaliação elaborado por empresa especializada escolhida pelos acionistas minoritários a partir de lista triplíce elaborada pelo Conselho de Administração.

Cabe registrar que, sendo o valor ofertado inferior ao valor apurado no laudo de avaliação, o ofertante, seja ele o acionista controlador ou a companhia objeto, terá a faculdade de desistir da OPA e, por consequência, do cancelamento do registro da companhia.

Saída de Segmento Especial de Listagem

Para que as ações de determinada companhia deixem de ser listadas no Bovespa Mais, no Bovespa Mais Nível 2 ou no Nível 2 de Governança Corporativa, o acionista controlador da referida companhia deverá lançar OPA de Saída do Segmento Especial de Listagem da B3. Dessa forma, uma vez aprovada a saída dos segmentos especiais de listagem mencionados acima pela assembleia geral da companhia-alvo e enviada comunicação por escrito à B3 sobre o assunto, com antecedência prévia de 30 dias,

⁴² Com a reforma no regulamento de listagem do Novo Mercado em 2017, foi criada a possibilidade de companhias listadas em tal segmento manterem um nível inferior de ações em circulação – desde que suas ações sejam objeto de elevado volume de negociação. Assim, companhias com um volume financeiro médio diário de negociação de suas ações igual ou superior a R\$ 25 milhões, considerados os negócios realizados nos últimos doze meses, podem manter em circulação um percentual equivalente a 15% de seu capital social.

estará o acionista controlador habilitada para promover a saída, devendo, para tanto, lançar OPA cujo preço seja, no mínimo, igual ao “valor econômico” das ações de emissão da companhia-alvo, apurado conforme laudo de avaliação elaborado por empresa especializada escolhida pelos acionistas minoritários a partir de lista tríplice elaborada pelo Conselho de Administração.

No caso de companhias listadas no Novo Mercado, a saída do segmento especial de listagem da B3 estará condicionada: (i) à aceitação, por acionistas titulares de mais de um terço das ações em circulação⁴³, de OPA lançada pelo acionista controlador a preço justo, apurado com base em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada escolhida pelo próprio controlador; ou, alternativamente (ii) à aprovação da saída pela maioria dos acionistas minoritários presentes em assembleia geral especial, instalada em primeira convocação com a presença de, no mínimo, dois terços do total das ações em circulação – sendo, nessa hipótese, dispensada a realização de OPA.

Ressalte-se que, em contrapartida à OPA para Cancelamento de Registro, a OPA para Saída de Segmento Especial de Listagem não implicará o fechamento de capital da companhia objeto. Ou seja, a sociedade manterá o seu registro de companhia aberta, podendo suas ações serem negociadas no segmento tradicional de listagem da B3 (*i.e.*, fora do segmento especial no qual estava listada).

Os procedimentos a serem seguidos na referida OPA para Saída de Segmento Especial de Listagem deverão, ainda, respeitar as regras estabelecidas na Lei das S.A. e na Instrução CVM nº 361 – observado que, tratando-se de uma oferta voluntária, não é necessário o seu registro junto à CVM.

Note-se, ainda, que não há obrigação de realização de oferta pública para saída do Nível 1 de Governança Corporativa. Da mesma forma, também não há obrigação de realização de OPA para Saída de Segmento Especial de Listagem nas hipóteses de migração para segmento de listagem que possua regras governança mais elevadas (*e.g.*, migração do Bovespa Mais para o Novo Mercado).

Reorganização Societária

Igualmente deverá ser formulada OPA, pelo acionista controlador, no caso de reorganização societária que resulte em uma companhia que, no prazo de 120 dias contados da assembleia que aprovou a reorganização societária, não tenha valores mobiliários admitidos à negociação no mesmo nível de segmento especial.

No caso de companhias listadas no Novo Mercado, caso a reorganização envolva sociedades resultantes que não pretendam pleitear a listagem em tal segmento, a implementação da operação dependerá da aprovação da maioria dos titulares das

⁴³ Consideram-se “ações em circulação”, para esse fim, apenas as ações detidas pelos acionistas que (i) se habilitarem para o leilão da OPA ou (ii) aceitarem expressamente a saída do Novo Mercado.

ações em circulação presentes na assembleia geral que deliberar sobre a matéria.

Transferência de Controle após Saída de Segmento Especial de Listagem

Após a saída da companhia objeto do Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado ou Nível 2 de Governança Corporativa, a transferência ou alienação do controle a terceiros por parte do acionista controlador, dentro do período de 12 meses, implicará na realização obrigatória de nova oferta pública de ação para aquisição de ações.

Tal OPA, que terá como objeto a aquisição das ações dos demais acionistas, deverá ser formulada, em conjunto e solidariamente, pelo acionista controlador alienante e pelo acionista controlador adquirente. Nos mesmos moldes que a OPA por Alienação de Controle, no cenário apresentado, o preço ofertado, bem como as condições de compra, deverão ser equivalentes àqueles ofertados ao acionista controlador alienante no âmbito da operação privada realizada com o acionista controlador adquirente.

20.2.8. OPA mediante Permuta

Conforme já mencionado anteriormente, qualquer tipo de oferta pública de ações, sob qualquer modalidade que envolva permuta, estará sujeita a registro perante a CVM.

Quando o ofertante propuser que a realização do pagamento pelas ações a serem adquiridas via a oferta pública de ações seja feita por meio de valores mobiliários, a OPA será considerada de permuta.

Vale ressaltar que a OPA também poderá ser mista, quando a realização do pagamento for feita tanto em dinheiro quanto em valores mobiliários, ou, alternativamente, nos casos em que os destinatários da oferta pública tiverem a faculdade de escolher o modo de liquidação – seja em dinheiro ou em valores mobiliários.

A OPA de Permuta deverá seguir os procedimentos gerais das ofertas públicas e da modalidade da oferta pública formulada, somadas de algumas obrigações adicionais determinadas na Instrução CVM nº 361.

Por se tratar de contraprestação via valores mobiliários, a legislação exige que o ofertante, no instrumento da OPA, detalhe especificamente a relação da permuta no que se refere à quantidade, espécie e classe de valores mobiliários que serão trocados, bem como todos os seus direitos inerentes a eles e aqueles concedidos estatutariamente, além de exigir a apresentação do histórico de negociação dos referidos valores mobiliários nos 12 meses que antecederam a OPA e informações sobre a companhia emissora dos valores mobiliários.

Ainda, vale ressaltar que só poderão ser dados em permuta os valores mobiliários

devidamente admitidos à negociação em mercados regulamentados brasileiros. Excepcionalmente, na OPA por Transferência de Controle, a CVM poderá, a seu critério, admitir que a oferta de permuta ou mista seja liquidada com pagamento em bens ou em valores mobiliários não admitidos à negociação nos mercados brasileiros, desde que, aos destinatários da oferta, lhes seja assegurado tratamento equitativo de transparência no tocante a tais bens.

20.2.9. Combinação de Modalidades de OPA

Nos termos do artigo 34, § 2º, da Instrução CVM nº 361, a CVM pode autorizar a formulação de uma única oferta visando a mais de uma finalidade, ou seja, é admitida a combinação de mais de uma modalidade de OPA em um único procedimento.

Tal hipótese está condicionada, contudo, à possibilidade de compatibilização dos requisitos e características de cada modalidade de OPA a ser combinada, bem como à inexistência de prejuízos decorrentes de tal combinação para os destinatários da oferta.

A respeito de tais requisitos, cabe destacar o entendimento da CVM acerca da impossibilidade de combinação dos procedimentos da OPA para Aquisição de Controle com a OPA para Cancelamento de Registro.

De acordo com a autarquia, tendo em vista que a OPA para Cancelamento de Registro deve ser lançada pela própria companhia objeto ou por seu acionista controlador, direto ou indireto, ela não poderia ser lançada por um terceiro que busca adquirir o controle por meio da mesma oferta.⁴⁴

20.3. Conclusão

O instituto das ofertas públicas de aquisição de ações (OPA) é vastamente utilizado em nosso mercado de capitais, assim como no exterior, sendo um valioso instrumento para o tratamento equitativo entre acionistas minoritários, assim como, na medida da lei, entre esses acionistas e os acionistas alienantes do controle acionário. Como visto, sua utilização serve a diferentes propósitos, sendo cada um deles relacionado a uma relevante etapa da vida societária das companhias abertas.

⁴⁴ Entendimento manifestado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM em Ofício enviado à Kepler Weber S.A. em 10 de fevereiro de 2017, no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 19957.001203/2017-07.

21

OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

NAIR VERAS SALDANHA JANSON

ADVOGADA ESPECIALIZADA EM MERCADO DE CAPITAIS E DIREITO SOCIETÁRIO, MESTRE EM DIREITO COMERCIAL PELA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO, VICE-PRESIDENTE DA COMISSÃO JURÍDICA DA ABRASCA, MEMBRO DO CONSELHO DIRETOR, DA COMISSÃO DE MERCADO DE CAPITAIS E DO CONSELHO DE AUTORREGULAÇÃO DA ABRASCA E REPRESENTANTE DA ABRASCA NO GRUPO TÉCNICO DE RENDA FIXA CORPORATIVA DA B3.

LUIZ RAFAEL DE VARGAS MALUF

ADVOGADO ESPECIALIZADO EM MERCADO DE CAPITAIS E DIREITO SOCIETÁRIO, MESTRE EM DIREITO (LL.M.) PELA UNIVERSITY OF VIRGINIA (EUA), MEMBRO DAS COMISSÕES JURÍDICA E DE MERCADO DE CAPITAIS DA ABRASCA.

21.1. Introdução

O presente artigo tem por intuito esclarecer no que consiste e qual a finalidade de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, as principais etapas desse processo, bem como os deveres, responsabilidades e restrições aplicáveis aos envolvidos na sua estruturação.

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários é um mecanismo para acesso ao capital e para conferir liquidez aos valores mobiliários, funcionando como alternativa a modalidades privadas de captação, como empréstimos bancários e financiamentos diretos. Essas distribuições públicas, quando o ofertante é a companhia, podem ocorrer com certa frequência ou ser pontuais, de acordo com as necessidades financeiras, com o plano de investimentos e com a estratégia de capitalização do emissor. Nesse sentido, o mercado de capitais serve como meio de captação de recursos pelas companhias que buscam capital para os investimentos previstos em seus planos de negócios, para aquisição de empresas ou de ativos, para pagamento de dívidas, entre outros. É possível ainda a realização de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários para a alienação de valores mobiliários detidos por acionista da companhia, hipótese em que os recursos captados não são destinados à companhia, mas ao acionista vendedor. Assim, sempre que uma companhia ou um acionista titular de participação relevante tem a intenção de ofertar valores mobiliários ao público em geral, seja qual for a finalidade, poderá conduzir uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários sujeita a registro prévio na CVM.

A Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei de Mercado de Capitais” ou “Lei nº 6.385”), em seu artigo 2º, especifica quais são os valores mobiliários sujeitos à Lei de Mercado de Capitais e à regulação da CVM, entre os quais ações, debêntures, certificados de depósitos de valores mobiliários (units e Brazilian Depositary Receipts - BDRs), além de outros, e considera também como valor mobiliário sujeito à regulamentação da CVM quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo que sejam ofertados publicamente e que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Conforme preceituam o artigo 19 da Lei nº 6.385 e o artigo 3º da Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“Instrução CVM nº 400”), uma oferta pública de distribuição se configura pela venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando (i) se utilize de lista ou quaisquer documentos destinados ao público em geral; (ii) haja procura de investidores por meio de empregados, agentes, corretores ou outras pessoas que façam essa intermediação, conforme previstas na regulamentação; (iii) seja feita negociação em qualquer estabelecimento aberto ao público; ou, ainda, (iv) se utilize de meios de publicidade que atinjam o público em geral e irrestritamente.

Excluem-se do conceito de público em geral todos aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita ou habitual, com o emissor dos valores mobiliários, conforme ressalvado no parágrafo 1º do artigo 3º da Instrução CVM nº 400.

Importante ressaltar que um aumento de capital de uma companhia aberta e com ações negociadas em bolsa, que usualmente possui muitos acionistas, será considerado privado se tal oferta de ações for direcionada unicamente aos acionistas da companhia.

Ainda como forma de melhor compreender e distinguir uma oferta pública de uma oferta privada, a CVM indicou expressamente, por meio do Parecer de Orientação da CVM nº 32, de 30 de setembro de 2005, que a utilização da internet para divulgação de oferta de valores mobiliários configura tal oferta, via de regra, como pública, exceto se certas medidas preventivas forem tomadas, ou situações especiais forem verificadas, sujeita sempre à análise do caso concreto. Dentre tais medidas preventivas e situações especiais que desconfigurariam tal oferta como pública, passando-a à categoria de oferta privada, podem ser citadas (i) medidas promovidas pelo patrocinador da página que estabeleçam um acesso restrito ao seu conteúdo, impedindo o acesso pelo público em geral; (ii) inexistência de divulgações via e-mails enviados indiscriminadamente, ou por meio de mecanismos de busca, ou propagandas em outras páginas na internet; e (iii) existência suficientemente clara de que a página não é direcionada ao público em geral.

O mesmo artigo 3º da Instrução CVM nº 400 estabelece, em seu parágrafo 2º, que qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários deverá contar com a intermediação de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, ressalvadas as exceções legais. Nesse conceito, incluem-se as distribuidoras (ex.: bancos de investimento) e as corretoras, que usualmente atuam nessas ofertas.

Tendo em vista a preocupação em proteger o público investidor e a poupança popular para que esses não sejam lesados nessas ofertas, a CVM exige que esses participantes assumam certas responsabilidades e deveres, conforme posteriormente abordados, para garantir que haja transparência e acesso às informações, uma distribuição que respeite os requisitos obrigatórios a serem observados na regulamentação, e que os participantes possam tomar uma decisão consciente de investimento, bem como terem seus pedidos atendidos em igualdade de condições conforme seu grau de sofisticação e conhecimento desse mercado.

Contudo, a CVM também reconhece que, diante da dinâmica do mercado de capitais e eventuais necessidades específicas, deve haver a possibilidade de serem dispensados certos requisitos, ou mesmo o registro da oferta, com base em um julgamento subjetivo decorrente de pedido formulado pelo ofertante e pela instituição intermediária. Esse julgamento e decisão levarão sempre em conta o interesse público e a proteção do investidor, além de certas condições especiais da oferta, conforme previstas no artigo

4º, parágrafo 1º da Instrução CVM 400, como (i) valor unitário dos valores mobiliários e o valor total da oferta; (ii) plano de distribuição; (iii) jurisdições envolvidas e respectivos procedimentos; (iv) no caso das ofertas de permuta, as características da referida oferta; e (v) público-alvo.

Como se depreende da leitura do já citado artigo 19 da Lei nº 6.385, bem como do artigo 2º da Instrução CVM nº 400, toda e qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve, como regra geral, ser submetida previamente à análise da CVM para posterior obtenção de registro. Porém, também observando as necessidades do mercado e mantendo a preocupação com a proteção do investidor e do mercado, a CVM estabeleceu certas condições que permitem a dispensa de registro¹ ou o deferimento automático de registro.

Como exemplo, são dispensadas de registro² as ofertas públicas (i) realizadas com esforços restritos de colocação, na forma da Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (“Instrução CVM nº 476”); (ii) de lote único e indivisível de valores mobiliários; e (iii) de ações de propriedade da União, Estados, Distrito Federal e municípios e demais entidades da administração pública que, cumulativamente, não objetive a colocação junto ao público em geral, e seja realizada em leilão organizado por entidade administradora de mercado organizado, nos termos da Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993.

São exemplos de ofertas públicas passíveis de deferimento automático de registro³, entre outras, as (i) de notas promissórias e debêntures simples, com ou sem garantia, e sem cláusula de permuta por ações ou outros valores mobiliários, cujo pedido seja baseado em um “Programa de Distribuição⁴”, previamente arquivado na CVM; e (ii) realizadas por empresa de grande exposição ao mercado – EGEM.

Importante ressaltar que o fato de a oferta ser passível de deferimento automático de registro não afasta a prerrogativa da CVM de exigir a adequação das informações prestadas às disposições legais e regulamentares pertinentes nem de converter o procedimento de registro automático no rito regular de análise previsto na Instrução CVM nº 400.

1 Vide Processos Administrativos CVM nsº RJ 2015/1951 (decisões do Colegiado de 30/06/2015 e 22/03/2016) e SP 2006/0164 (decisão do Colegiado de 10/03/2009), que discutiram a realização de ofertas públicas de valores mobiliários que descumpriram o requisito de registro prévio perante o órgão regulador

2 Vide artigos 4º e 5º da Instrução CVM nº 400.

3 Vide artigos 6º- A, 11 e 12-E da Instrução CVM nº 400.

4 Vide subitem “2.1. Oferta pública com registro prévio na CVM (Instrução CVM nº 400)”

21.2. Tipos de Ofertas Públicas de Distribuição de Valores Mobiliários

21.2.1. Oferta pública com registro prévio na CVM (Instrução CVM nº 400)

A Instrução CVM nº 400 regula detalhadamente os processos de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, os deveres e responsabilidades dos participantes dessas ofertas, bem como a obrigatoriedade de análise e registro prévio da oferta pela CVM. Análise esta que segundo Deliberação nº 809 da CVM, de 19 de fevereiro de 2019, poderá ser realizada de maneira reservada até o deferimento de qualquer um dos registros pleiteados no pedido de registro ou até a divulgação do Aviso ao Mercado e do Prospecto Preliminar. Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve observar o disposto nessa Instrução, salvo disposição expressa em contrário. As ofertas realizadas nos termos da Instrução CVM nº 400 são direcionadas para o público em geral e, portanto, atingem um número maior de investidores, incluindo investidores não institucionais (também chamados de “investidores de varejo”, que incluem pessoas físicas comuns usualmente sem qualificação ou experiência específica em investimento em valores mobiliários), fazendo com que haja uma maior preocupação da CVM com a proteção ao investidor.

A definição expressa de institucionais e não institucionais não encontra previsão legal, tendo sido construída pelos participantes do mercado com base nas definições de investidores profissionais e qualificados atualmente previstas na Instrução da CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013 (“Instrução CVM nº 539”). Assim, investidores não institucionais em uma determinada oferta em que há uma tranche destinada ao varejo são representados por aqueles que não se enquadram nem na figura de investidor profissional e nem na de qualificado (o “varejo”⁵). Já os investidores institucionais são, em geral, a somatória de investidores estrangeiros participantes de uma oferta, bem como de investidores profissionais e qualificados. Dessa forma, resta claro que há uma grande preocupação e zelo por parte do órgão regulador para a concessão de registros, uma vez que todos os tipos de investidores e o mercado como um todo podem ser atingidos numa oferta.

As ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários registradas perante a CVM passam por um processo de análise regulado pelos artigos 7º e seguintes da Instrução CVM nº 400, o qual compreende a verificação dos diversos documentos elencados nos Anexos II e III da Instrução (como por exemplo, no caso de uma oferta de ações: contrato de distribuição, contrato de estabilização e contrato de empréstimo, prospecto de distribuição pública, aviso e anúncios ao mercado, declarações e quaisquer outras informações ou documentos que a CVM venha a exigir) e a atualização do formulário de referência com relação às informações do exercício social ou trimestre com base

5 Artigos 9º-A, 9º B e 9º C da Instrução CVM nº 539.

no qual será realizada a oferta⁶. Além disso, as instituições intermediárias têm o dever de diligência quanto às informações prestadas e são responsáveis por garantir a veracidade, consistência e suficiência dessas informações presentes nos documentos da oferta por meio de um processo de legal due diligence, conforme abordado no subitem 21.4.2. abaixo.

Como forma de permitir que certos tipos de valores mobiliários sejam ofertados mais rapidamente por um emissor frequente, a CVM prevê nos artigos 11 e seguintes da Instrução CVM nº 400 a possibilidade de se apresentar um pedido de programa de distribuição de valores mobiliários (“Programa de Distribuição”), que será válido por até quatro anos a contar de seu registro pela CVM, caso a companhia emissora queira deixar desde já estruturadas futuras ofertas públicas relacionadas aos valores mobiliários ali referenciados. Esse Programa de Distribuição poderá contar com novas instituições intermediárias para liderar ofertas amparadas pelo programa, diversas daquelas constantes do registro do programa, mas essas novas instituições serão igualmente responsáveis pela veracidade e consistência de todas as informações apresentadas na documentação da oferta. Para cada oferta pública adicional, dentro do Programa de Distribuição, deve ser apresentado um “suplemento” ao prospecto original do programa, contendo quaisquer atualizações de informações que sejam necessárias para a tomada de decisão de investimento pelo investidor.

Ao mesmo tempo, a CVM criou um processo mais abreviado de registro para aquelas companhias consideradas EGEMs. A figura do EGEM, ou emissor com grande exposição ao mercado, construída à semelhança do Well Known Seasoned Issuer (WKSI) do direito norte-americano, tem sua previsão no artigo 34 da Instrução da CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (“Instrução CVM nº 480”), o qual define o EGEM como sendo qualquer empresa que cumulativamente (i) tenha ações negociadas em bolsa há, pelo menos, três anos; (ii) tenha cumprido tempestivamente com suas obrigações periódicas nos últimos 12 meses; e (iii) apresente valor de mercado das suas ações em circulação igual ou superior a R\$5 bilhões, de acordo com a cotação de fechamento no último dia útil do trimestre anterior à data do pedido de registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Considerando que a EGEM será sempre uma companhia de grande porte que, presumidamente, possui maior experiência com o processo de captação de recursos em mercado de capitais e atendimento a investidores, conta com uma maior cobertura por analistas e é mais conhecida do público investidor, permite-se que o registro das ofertas desses emissores seja concedido automaticamente, com base nos artigos 6º-A e 6º-B da Instrução CVM nº 400. Isso permite que após cinco dias úteis do protocolo do pedido na CVM, a companhia emissora obtenha automaticamente o registro, desde que não haja quaisquer questionamentos ou exigências de adequação de informações pela CVM durante esse período nem qualquer pedido de dispensa de requisitos

6

Vide subitem “21.3.1. Registro da Oferta na CVM e outros registros necessários”.

previstos na Instrução CVM nº 400.

A Instrução CVM 400 ainda traz o mecanismo de consulta sobre viabilidade da oferta, por meio do qual os participantes do mercado podem avaliar a conveniência de uma oferta bem como o momento mais adequado para se acessar os investidores. A consulta sobre a viabilidade da oferta é prevista no artigo 43 da Instrução CVM 400 e permite avaliar a receptividade dos investidores num determinado momento para certo tipo de oferta. Por meio desse mecanismo, o ofertante e a instituição intermediária líder podem consultar até 50 potenciais investidores para avaliar o interesse em determinada oferta, desde que (i) haja critérios razoáveis de confidencialidade e sigilo quanto às informações e ao interesse na realização da oferta; (ii) a consulta não vincule as partes, não sendo admitida a realização ou aceitação de ofertas nem pagamentos em dinheiro, bens ou direitos; e (iii) seja mantida lista de controle com informações detalhadas acerca da consulta realizada, com identificação das pessoas consultadas, do momento da consulta e da resposta à consulta.

Ainda, a Instrução CVM nº 400 regula em seu artigo 32 a necessidade de apresentação de estudo de viabilidade econômico-financeira a respeito de determinado emissor quando (i) a oferta tenha por objeto a constituição do emissor; (ii) o emissor esteja em fase pré-operacional; ou (iii) os recursos captados na oferta sejam preponderantemente destinados a investimentos em atividades não anteriormente desenvolvidas pelo emissor. Dado que tais emissores não possuem um histórico de suas atividades para serem adequadamente analisados pelo público em geral, e considerando-se os riscos envolvidos numa distribuição ao público em geral desses títulos, público esse que inclui pessoas em geral sem adequada formação técnica e financeira para analisar o potencial de concretização de projetos dessa companhia, a apresentação do referido estudo de viabilidade e as restrições previstas para as ofertas desses emissores mostram-se necessárias para garantir a proteção do investidor.

Em se tratando de uma primeira distribuição de ações do emissor, ou ainda de bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis por ações ou certificados de depósito desses valores mobiliários, a própria Instrução restringe a distribuição e negociação apenas entre investidores qualificados, em mercados regulamentados, pelos primeiros 18 meses contados do encerramento da oferta. Não obstante tal restrição expressa, quando se tratar da primeira oferta da companhia, resta sempre ao ofertante e à instituição intermediária líder avaliarem os riscos envolvidos e restringirem a distribuição apenas a investidores com maior sofisticação que possam analisar adequadamente esses riscos e tomar uma decisão de investimento mais ponderada.

Por fim, concluindo a análise feita nesse subitem quanto às ofertas públicas reguladas pela Instrução CVM nº 400, é importante a compreensão do conceito de procedimento simplificado de análise e registro, previsto na Instrução da CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008 (“Instrução CVM nº 471”). De forma a ter maior agilidade para a concessão

de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, a CVM celebrou convênio com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) para que esta realizasse a análise prévia de ofertas sujeitas a registro na CVM permitindo a redução dos prazos de análise e concessão do registro. Dessa forma, companhias abertas, fundos de investimento ou companhias estrangeiras patrocinadoras de programas de BDRs podem se valer de um procedimento simplificado de análise para os pedidos de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, desde que não se trate da primeira oferta pública de distribuição de ações, certificados de depósito de ações (units) ou BDRs desses emissores. Por meio da Instrução CVM nº 471 que regula o procedimento simplificado, a CVM outorgou a entidades autorreguladoras autorizadas pela CVM o poder de efetuar uma análise prévia sobre a documentação apresentada, sendo posteriormente emitido à CVM um relatório com o status da documentação. Atualmente, a única entidade autorreguladora que possui tal competência é a ANBIMA. Em termos práticos, o prazo usual de registro pode ser reduzido em aproximadamente duas semanas. Importante destacar que esse procedimento apenas atribui competência para que uma entidade autorreguladora, previamente autorizada pela CVM por meio da celebração de convênio, realize uma análise prévia do processo, permanecendo a competência para a concessão do registro única e exclusivamente à CVM.

21.2.2. Oferta pública com esforços restritos (Instrução CVM nº 476)

Além da Instrução CVM nº 400 que regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de forma geral, há a Instrução CVM nº 476 que, por sua vez, regula as ofertas públicas de certos valores mobiliários expressamente indicados em seu artigo 1º, parágrafo 1º⁷, e que sejam distribuídos no regime de “esforços restritos” (eis que somente podem ser dirigidas a investidores sofisticados e, ainda assim, a um número limitado, conforme a seguir especificado), dispensando tais ofertas do requisito de

7 Instrução CVM nº 476, artigo 1º:

“Artigo 1º. Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. §1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de:

- I – notas comerciais;
- II – cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira;
- III – debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações;
- IV – cotas de fundos de investimento fechados;
- V – certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio emitidos por companhias securitizadoras registradas na CVM como companhias abertas;
- VI – letras financeiras, desde que não relacionadas a operações ativas vinculadas;
- VII – certificados de direitos creditórios do agronegócio;
- VIII – cédulas de produto rural-financeiras que não sejam de responsabilidade de instituição financeira;
- IX – warrants agropecuários;
- X – certificados de operações estruturadas;
- XI – os seguintes valores mobiliários, desde que emitidos por emissor registrado na categoria A:
 - (a) ações;
 - (b) debêntures conversíveis por ações; e
 - (c) bônus de subscrição, mesmo que atribuídos como vantagem adicional aos subscritores de debêntures;
- XII – debêntures permutáveis por ações, desde que tais ações sejam emitidas por emissor registrado na categoria A;
- XIII – certificados de depósito de valores mobiliários mencionados neste parágrafo; e
- XIV – certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de Programa BDR Patrocinado Nível III.”

registro prévio perante a CVM. A norma apenas rege a oferta dos valores mobiliários ali indicados, e não a emissão e o tipo societário do emissor. Dessa forma, não há restrição ao tipo de emissor que pode ser uma companhia aberta, fechada, sociedade limitada ou qualquer outro tipo societário, desde que tal emissor legalmente possa emitir o referido valor mobiliário.

A norma em questão surgiu em 2009, pós-crise internacional decorrente do subprime, como forma de permitir que as companhias buscassem crédito via mercado de capitais de forma mais ágil e sujeitas a exigências mais brandas do que as da Instrução CVM nº 400. Para isso, a CVM analisou a experiência internacional, em especial a dos Estados Unidos. Uma vez que o órgão regulador busca proteger o investidor e o mercado, a análise prévia para concessão de registro de oferta é uma forma de garantir que o público em geral tenha acesso a informações fidedignas com a realidade do emissor e que haja total transparência para uma tomada de decisão de investimento. Contudo, a CVM constatou que ofertas em outros países direcionadas para investidores mais sofisticados e com maior capacidade de análise de riscos (os chamados *qualified institutional buyers* - QiBs, ou investidores institucionais qualificados) dispensavam essa análise prévia e registro de oferta pelo órgão regulador dado que tais investidores já teriam capacidade suficiente para fazer uma análise criteriosa e prévia antes de uma tomada de decisão de investimento.

Dessa forma, a CVM decidiu viabilizar que as ofertas públicas de distribuição de certos valores mobiliários – inicialmente aqueles representativos de dívida, como debêntures e notas promissórias – fossem dispensadas automaticamente da obrigatoriedade de registro do caput do artigo 19 da Lei nº 6.385, desde que direcionadas unicamente para os chamados “investidores qualificados” (conforme definidos na Instrução da CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004) e desde que atendessem outros requisitos específicos previstos na redação original da Instrução CVM nº 476, como valor mínimo de investimento de R\$1 milhão por parte desses investidores e fosse realizada com esforços restritos, ou seja, direcionada a um grupo reduzido de investidores. Importante frisar que a Instrução CVM nº 476 foi posteriormente alterada para ampliar o rol dos valores mobiliários objeto dessas ofertas para incluir, entre outros, ações, bem como para alterar o público-alvo de “investidores qualificados” para “investidores profissionais”, tendo sido também eliminada a exigência de um valor mínimo de investimento, conforme abordado a seguir.

Com as alterações promovidas na Instrução CVM nº 539 por força da Instrução da CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014 (“Instrução CVM nº 554”), foi criado o conceito de “investidor profissional”, que compreende (i) as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii) as companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) as entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante

termo próprio; (v) os fundos de investimento; (vi) os clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (vii) os agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; (viii) os investidores não residentes; e (ix) os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios, somente se reconhecidos como investidores profissionais, conforme regulamentação específica da Secretaria da Previdência Social⁸.

O conceito de “investidor qualificado” também foi alterado por força da Instrução CVM nº 554 e passou a compreender (i) os investidores profissionais; (ii) as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 milhão e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; (iii) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; (iv) os clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados; e (v) os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios, somente se reconhecidos como investidores qualificados, conforme regulamentação específica da Secretaria da Previdência Social⁹.

No que diz respeito aos outros requisitos específicos para a realização de uma oferta via Instrução CVM nº 476, além da necessidade de tais valores mobiliários serem ofertados unicamente para “investidores profissionais”, destacam-se (i) a necessidade de distribuição com “esforços restritos” diante de limitação no número de investidores consultados e aqueles adquirentes dos valores mobiliários; (ii) a necessidade de declaração pelo investidor de que tem conhecimento da ausência de registro pelo órgão regulador e as restrições de negociação; (iii) a limitação de quatro meses para realização de outra oferta via Instrução CVM nº 476 que tenha por objeto valor mobiliário da mesma espécie; (iv) o dever de diligência por parte da instituição intermediária líder para garantir que as informações prestadas aos investidores sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes; e (v) certas obrigações para o emissor, como apresentação de demonstrações financeiras auditadas por auditor registrado na CVM, a serem divulgadas em página na internet, bem como divulgação de fatos relevantes nos termos da Instrução da CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 (“Instrução CVM nº 358”), conforme aplicável. Esses requisitos da Instrução CVM nº 476 são mais bem abordados nos parágrafos seguintes.

Como indicado inicialmente nesse subitem, para que uma oferta pública possa ser realizada nos termos da Instrução CVM nº 476, essa só poderá ser ofertada com

8 Vide artigos 9º-A e 9º-C da Instrução CVM 539.

9 Vide artigos 9º-B e 9º-C da Instrução CVM 539.

“esforços restritos” de distribuição e colocação, mitigando-se os riscos de uma distribuição muito ampla e para investidores mais vulneráveis aos riscos inerentes a uma oferta sem registro na CVM. De forma a garantir que esse requisito seja observado, a norma estabelece um critério objetivo limitando a consulta a até 75 investidores profissionais e a aquisição dos valores mobiliários por até 50 investidores profissionais.

Além disso, qualquer investidor adquirente dos valores mobiliários ofertados deve apresentar à instituição intermediária líder uma declaração atestando que tem ciência da ausência de registro da oferta na CVM e que os valores mobiliários ofertados possuem certas restrições para negociação subsequente (ressalvadas as exceções da norma, a negociação ou revenda desses valores mobiliários só poderá ser feita após a conclusão da oferta e apenas entre “investidores qualificados”, cujo conceito inclui os “investidores profissionais”).

A norma também restringe a realização de outra emissão nessa modalidade nos quatro meses subsequentes ao encerramento de uma oferta realizada via Instrução CVM nº 476¹⁰, caso os novos valores mobiliários ofertados sejam da mesma espécie daqueles ofertados anteriormente. Isso garante que esse mecanismo não seja utilizado de forma irrestrita, o que poderia aumentar o risco ao mercado uma vez que, ao final, um número muito maior de investidores poderia adquirir o mesmo tipo de valor mobiliário, fugindo assim do racional da Instrução CVM nº 476. Conforme o Ofício Circular Nº 2/2019/CVM/SRE, item 39.3, o entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”), corroborado pela Procuradoria Federal Especializada, é de que não havendo previsão em lei ou regulamento para a existência de diferentes espécies de um valor mobiliário (como ocorre com as ações e debêntures), a espécie do valor mobiliário emitido será sempre única. Assim, as ofertas de diferentes emissões, séries, classes, ou tranches diversas devem sempre observar a restrição de quatro meses prevista pela Instrução CVM nº 476¹¹.

Também é importante observar que a instituição intermediária líder, e ainda, em geral, por força contratual, todas as instituições intermediárias da oferta devem agir com elevados padrões de diligência para garantir que quaisquer informações prestadas aos investidores sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para uma decisão fundamentada de investimento. Isso significa dizer que tais instituições intermediárias devem tomar as providências para que seja realizado um processo de due diligence

10 O comunicado de encerramento deve ser enviado à CVM pelo intermediário líder em até 5 dias contados do encerramento da oferta, sendo que deverão ser feitas comunicações semestrais, com envio de formulário parcial, caso a oferta tenha duração superior a seis meses. Conforme o Ofício-Circular Nº 2/2019/CVM/SRE, item 39.2, o envio dessas informações, assim como outras relacionadas às ofertas com esforços restritos, deverá ser feito pela página da CVM na internet, via CVMWeb, sendo que todas as instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários já dispõem de autorização para esse envio e senha master de acesso.

11 Vide Processo SEI nº 19957.003668/2017-94 (decisão do Colegiado de 25/04/2017), que discutiu a suspensão de oferta com esforços restritos realizadas em prazo inferior a quatro meses a outra oferta pública de esforços restritos de distribuição de valores mobiliários da mesma espécie. Vide também Processo Administrativo CVM nº RJ 2011/14594 (decisão do Colegiado de 27/03/2012), que discutiu pedido de dispensa e a aplicabilidade da restrição de quatro meses para realização de outra oferta pública com esforços restritos via Instrução CVM 476.

condizente com o tipo de emissão a ser realizada.

Uma vez que a Instrução CVM nº 476 não restringe a sua utilização para um tipo societário específico, e ressalvados os fundos de investimento e aqueles emissores de valores mobiliários que não possam ser negociados em mercados regulamentados, todo e qualquer emissor de valores mobiliários via Instrução CVM nº 476 (seja uma sociedade por ações aberta ou fechada, ou mesmo uma sociedade limitada, por exemplo) deverá prestar uma série de informações mínimas ao mercado durante a vigência dos valores mobiliários. Tais informações dizem respeito à apresentação de demonstrações financeiras auditadas por auditor registrado na CVM e de acordo com as regras da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.s”). e da CVM, a serem divulgadas em página na Internet, bem como divulgação de fatos relevantes nos termos da Instrução CVM nº 358, conforme aplicável.

Diferentemente do conceito de distribuição primária e secundária, o qual será abordado no subitem “21.2.3. Ofertas primárias e secundárias” abaixo, é importante compreender o conceito e diferenciação entre “mercado primário” e “mercado secundário”. Como indicado logo acima, os investidores devem apresentar uma declaração de que têm ciência quanto às restrições de negociações subsequentes à conclusão da oferta, ou seja, em mercado secundário. A distribuição em “mercado primário” representa o primeiro momento em que os valores mobiliários de uma oferta são distribuídos, ou seja, quando uma emissão de valores mobiliários no contexto de uma oferta pública ocorre, dizemos que esses valores mobiliários são distribuídos em “mercado primário”, o que representa o primeiro conjunto de investidores que adquiriu tais títulos no contexto de uma oferta. Já quando esses investidores decidem revender seus títulos para outros investidores (que podem ou não ser os mesmos participantes da oferta que adquiriram em mercado primário), dizemos que a negociação subsequente dos títulos é realizada em “mercado secundário”.

A regra geral da Instrução CVM nº 476 é que a distribuição em “mercado primário” deve ocorrer unicamente para investidores profissionais, ao passo que a negociação secundária, ou em “mercado secundário”, pode ocorrer apenas entre investidores qualificados (cujo conceito inclui os investidores profissionais). Contudo, essa restrição ao mercado secundário deixa de ser aplicável se observadas as exceções previstas nos parágrafos 1º e seguintes do artigo 15 da Instrução CVM nº 476¹².

12 Instrução CVM nº 476, artigo 15:

“Artigo 15. Os valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução só poderão ser negociados entre investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica.

§1º A restrição à negociação prevista no caput deixará de ser aplicável caso o emissor tenha ou venha a obter o registro de que trata o artigo 21 da Lei nº 6.385, de 1976, exceto nos casos previstos nos §§ 3º a 6º e 8º deste artigo.

§2º No caso de fundos de investimento fechados, a restrição à negociação prevista no caput deixará de ser aplicável caso o fundo apresente Prospecto, nos termos da regulamentação aplicável.

§3º A restrição do caput não se aplica às ações distribuídas com esforços restritos, caso: I – já tenha ocorrido ou venha a ocorrer o encerramento de oferta pública de distribuição registrada na CVM de ações da mesma espécie e classe; ou II – tenha transcorrido o período de 18 (dezoito) meses da data de admissão à negociação em bolsa de valores de ações da mesma espécie e classe.

A Instrução CVM nº 476, editada em janeiro de 2009, originalmente permitia a oferta apenas de valores mobiliários representativos de dívida e renda fixa (notas promissórias, cédulas de crédito bancário, debêntures não conversíveis ou não permutáveis por ações, cotas de fundos de investimento fechados e certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio). Com o passar dos anos, essa gama de valores mobiliários, previstos no parágrafo 1º do artigo 1º da Instrução CVM nº 476, foi ampliada e, em 2014, a Instrução da CVM nº 551, de 25 de setembro de 2014, alterou a Instrução CVM nº 476 para permitir a emissão de ações e outros títulos de natureza patrimonial, que traziam ou poderiam trazer o direito de uma participação societária na companhia¹³. Tal possibilidade somente existe para as companhias abertas registradas na CVM sob a categoria A¹⁴.

Dessa forma, a Instrução CVM nº 476 hoje permite as ofertas públicas de distribuição de ações com dispensa automática de registro perante a CVM, desde que observados todos os requisitos inerentes a esse tipo de emissão com esforços restritos. Dentre eles, a preocupação em observar o direito de preferência de aquisição pelos atuais acionistas de um emissor, conforme previsto no artigo 171 da Lei das S.A.s, e a possibilidade de exclusão desse direito, conforme previsto no artigo 172 da mesma lei, em especial o inciso I que permite essa exclusão caso a colocação seja feita mediante venda em bolsa de valores ou subscrição pública. Dado o caráter de esforços restritos da Instrução CVM nº 476 e a limitação de investidores consultados e adquirentes, havia um desconforto com a exclusão do direito de preferência nas ofertas realizadas sob essa modalidade. Assim, a fim de atender o disposto na Lei das S.A.s, bem como permitir a emissão com esforços restritos, a Instrução CVM nº 476, em seu artigo 9ª-A, permite a exclusão do direito de preferência como previsto no artigo 172, inciso I, da Lei das SAs, caso (i) seja dada prioridade aos atuais acionistas na subscrição da totalidade das ações ou debêntures conversíveis em ações objeto da oferta (com divulgação de fato relevante e prazo mínimo de cinco dias úteis para o exercício desse direito) ou (ii) a oferta seja aprovada pela totalidade dos acionistas da companhia.

§4º Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos que tiverem por objeto ações de emissores em fase pré-operacional, a restrição prevista no caput cessará a partir da data em que, cumulativamente: I – a companhia se tornar operacional; II – tenha decorrido 18 (dezoito) meses seguintes ao encerramento da oferta; e III – tenha decorrido 18 (dezoito) meses da admissão à negociação das ações em bolsa de valores.

§5º O disposto no § 4º não se aplica caso: I – a companhia tenha realizado a primeira oferta pública de ações com registro na CVM; e II – tenha cumprido a restrição imposta na oferta registrada.

§6º O disposto nos §§ 3º, 4º e 5º também abrange os bônus de subscrição, as debêntures conversíveis ou permutáveis por ações e os certificados de depósito desses valores mobiliários e de ações.

§7º Para fins do disposto neste artigo, a companhia será considerada pré-operacional enquanto não tiver apresentado receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada elaborada de acordo com as normas da CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM.

§ 8º Os certificados de recebíveis imobiliários e certificados de recebíveis do agronegócio ofertados nos termos desta Instrução somente podem ser negociados para investidores que não sejam considerados qualificados se atenderem aos requisitos estabelecidos nas regulamentações específicas.”

13 Ver nota de rodapé n. 7.

14 Vide subitem “3.1. Registro da oferta na CVM e outros registros necessários”.

É importante frisar também alguns outros pontos que por vezes geram dúvidas acerca da abrangência da aplicação da norma e da aplicação subsidiária da Instrução CVM nº 400. Por exemplo, a Instrução CVM nº 476 prevê expressamente que essa não deve ser aplicada às ofertas privadas, mas apenas às ofertas públicas com esforços restritos. Além disso, as ofertas realizadas nos termos da Instrução CVM 476 não devem observar os requisitos e exigências da Instrução CVM nº 400, exceto no que for expressamente indicado (atualmente a norma exige expressamente que se observe as normas de conduta previstas no artigo 48 da Instrução CVM nº 400, com exceção do inciso III, bem como as regras sobre distribuição parcial também previstas na Instrução CVM nº 400).

Nesse sentido, alguns participantes do mercado, ao entenderem que tal disposição no artigo 5º, inciso I da Instrução CVM nº 476 não traria restrições ao uso facultativo de certos dispositivos previstos na Instrução CVM nº 400 (uma vez que essa seria a única norma prevendo exaustivamente todas as regras e princípios que norteiam as ofertas públicas de distribuição), vêm propondo a utilização, no contexto de uma oferta de esforços restritos, dos mecanismos de estabilização de preços e empréstimo de ações previstos na Instrução CVM nº 400. Recentemente, em decisão do Colegiado da CVM de 28 de junho de 2016, no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/13261, conclui-se que, pela falta de normatização específica, não se permitiria a realização de operações de estabilização de preço das ofertas públicas de ações distribuídas com esforços restritos. Com isso, o processo foi encaminhado para a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), para avaliar uma eventual reforma da Instrução CVM nº 476 permitindo a realização das operações de estabilização de preço nessas ofertas. Uma vez que os participantes do mercado entendem ser fundamental a utilização desses mecanismos para garantir o sucesso de uma oferta dessa natureza, a CVM estudou o assunto e, como resultado da audiência pública SDM 05/17, editou a Instrução CVM 601 que altera a Instrução CVM nº 476. Assim, nos termos do artigo 5º-B e 5º-C, passou a ser permitida a outorga de um lote suplementar de valores mobiliários, até 15% da quantidade inicialmente ofertada, vinculado à atividade de estabilização de preços, que passa agora a ser permitida.

Cumpram ainda mencionar que os regulamentos do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3), nova denominação da bolsa de valores após combinação de negócios da antiga BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros e da CETIP S.A. – Mercados Organizados (“CETIP”), estabelecem que a companhia listada em algum desses segmentos deve realizar esforços de dispersão acionária no contexto de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, quais sejam, assegurar a todos o acesso à oferta ou destinar 10% da oferta a investidores pessoas físicas ou não institucionais. Referidos esforços de dispersão, contudo, não poderão ser realizados no contexto de uma oferta de ações sob a Instrução CVM nº 476 que somente pode ser dirigida a investidores profissionais. De forma a compatibilizar as regras acerca dos esforços de dispersão constantes dos regulamentos dos níveis diferenciados de governança corporativa com as características

da oferta pública de ações sob a Instrução CVM 476, a B3 havia divulgado, em 30 de outubro de 2014, o Ofício Circular 072/2014-DP, no qual estabelecia no item 5 outras regras a serem observadas no contexto de uma oferta pública inicial (IPO¹⁵) ou subsequente (*follow-on*¹⁶) de distribuição de ações sob a Instrução CVM 476. A B3 realizou um processo de revisão dos regulamentos de Novo Mercado e Nível 2, concluído em junho de 2017 e, após votação pelas companhias abertas, aprovou-se unicamente o novo regulamento do “Novo Mercado”, que foi aprovado pela CVM em Decisão do Colegiado de 05 de setembro de 2017. Com a entrada em vigor da nova versão do Regulamento do Novo Mercado, em 02 de janeiro de 2018, o referido Ofício Circular 072/2014-DP foi revogado, sendo que a questão de dispersão acionária foi abordada no atual regulamento. Nesse sentido, a dispersão acionária passa a ser aplicável apenas para as ofertas realizadas via Instrução CVM nº 400, o que significa que as ofertas de esforços restritos via Instrução CVM nº 476 estarão dispensadas do cumprimento desse requisito.

21.2.3. Ofertas primárias e secundárias

As ofertas públicas de distribuição de ações ou de valores mobiliários referenciados em ações, como certificados de depósito de ações (também conhecidos como units quando representativos de um conjunto de ações ou de BDRs, no caso de o emissor ser estrangeiro), podem ser classificadas em duas espécies: as ofertas primárias e as ofertas secundárias. As ofertas são primárias quando há emissão de novos valores mobiliários pela companhia no contexto da oferta. Ou seja, para que uma companhia realize

15 No caso da realização de oferta pública inicial de ações sob a Instrução nº 476, a bolsa previa a possibilidade de adesão, no momento da oferta, ao Bovespa Mais ou Bovespa Mais Nível 2, com migração automática para o Novo Mercado ou Nível 2, respectivamente, desde que atendidas certas regras de dispersão. A adesão também poderia ser não automática, hipótese em que seria formalizada oportunamente entre a companhia e a bolsa pelo processo tradicional. Para que uma companhia que tivesse realizado IPO sob a Instrução CVM nº 476 no Bovespa Mais ou no Bovespa Mais Nível 2 possa migrar automaticamente para o Novo Mercado ou para o Nível 2, respectivamente, ela teria que observar as seguintes condições: (1) pleno atendimento às regras constantes no regulamento do segmento para o qual se pretende migrar - Novo Mercado ou do Nível 2, conforme o caso; (2) (i) se a companhia fosse operacional, decurso do prazo de dezoito meses de restrição à negociação com investidores não qualificados contados da data em que ações da mesma espécie e classe tivessem sido admitidas à negociação em bolsa de valores; e, (ii) se a companhia fosse não operacional (i.e., que não tivesse apresentado receita proveniente de suas operações em demonstração financeira anual auditada), além do decurso do prazo de dezoito meses após a admissão à negociação das ações em bolsa de valores e após o encerramento da oferta, ela deveria tornar-se operacional; (3) atingimento do percentual mínimo de 25% das ações em circulação (free float); (4) valor mínimo do free float de R\$500 milhões (considerado o valor de mercado das ações em circulação); (5) cumprimento de um dos seguintes requisitos relativos à dispersão acionária: (i) ter 2% do capital social detido por pessoas físicas ou clubes de investimentos; (ii) atingimento do volume médio diário de negociação (Average Daily Trading Volume - ADTV) de R\$ 4 milhões nos três meses que antecedem a migração; ou (iii) realização de follow-on registrado na CVM, segundo a Instrução CVM nº 400.

16 As companhias que já tenham suas ações admitidas à negociação no Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1, e que realizem follow-on sob a Instrução CVM nº 476, deveriam atender um dos seguintes requisitos: (1) ter, anteriormente à oferta, 10% ou mais de seu capital detido por pessoas físicas ou clubes de investimento; (2) ter 10% dos destinatários da oferta representado por pessoas físicas ou clubes de investimento, considerando-se, inclusive, os acionistas do emissor que possam exercer o direito de preferência ou de prioridade na oferta; ou (3) possuir o volume médio diário de negociação de R\$ 4 milhões (ADTV) nos três meses que antecedem a oferta. Na hipótese de a companhia não cumprir um dos requisitos acima antes ou durante a oferta, conforme o caso, a bolsa consideraria as regras de dispersão plenamente atendidas se, ao longo dos dezoito meses seguintes ao encerramento da oferta, a companhia: (a) possuir o volume médio diário de negociação de R\$ 4 milhões (ADTV) nos três meses anteriores ao término do prazo de dezoito meses para enquadramento; ou (b) realizasse oferta pública de distribuição de ações registrada na CVM nos termos da Instrução CVM nº 400.

uma oferta de ações de distribuição primária deverá, no contexto da oferta, emitir novas ações a serem subscritas pelos investidores. Os recursos captados junto aos investidores em uma oferta pública primária são transferidos à companhia emissora, que deverá utilizá-los da forma especificada no prospecto da oferta.

Já as ofertas secundárias consistem na alienação de valores mobiliários já emitidos e detidos pelos titulares desses valores, que irão entregá-los aos investidores que adquirirem tais títulos no contexto da oferta. Esse seria o caso, por exemplo, de um acionista que decide alienar suas ações numa oferta pública para terceiros. Essa oferta será secundária, pois os títulos passam das mãos de um investidor para outro, sem que sejam emitidos novos títulos. Os recursos captados na oferta secundária passam dos investidores para os detentores dos títulos (ex. acionistas) e, portanto, nenhum recurso vai para o caixa da companhia. As ofertas podem ser apenas primárias, apenas secundárias ou ter uma parte primária e outra secundária.

Uma oferta de ações de distribuição primária resulta em um aumento de capital da companhia decorrente da emissão das novas ações pela companhia subscritas e integralizadas pelos investidores que participarem da oferta. O aumento de capital pode ou não ser acompanhado pelos atuais acionistas da companhia que, em regra, terão a oportunidade de subscrever os novos títulos no contexto da oferta, porém sem necessariamente ter assegurado o direito de preferência ou prioridade com relação aos demais investidores. Isso porque essas ofertas são, em regra, realizadas com a exclusão do direito de preferência dos antigos acionistas, como faculta o artigo 172, da Lei das S.A.s. Além disso, caso o acionista em questão seja considerado pessoa vinculada à oferta, tal como definido no artigo 55 da Instrução CVM nº 400, a depender da estrutura da oferta, ele poderá não ter a opção de acompanhar o aumento de capital, no todo ou em parte, pois (i) a companhia pode limitar a quantidade máxima de ações a ser adquirida por investidores institucionais que sejam pessoas vinculadas, a fim de evitar distorção na formação do processo da oferta, isso porque presume-se que as pessoas vinculadas possuem mais informações sobre a companhia que os demais investidores e podem precificá-la de forma diversa do restante do mercado que, por sua vez, baseará a análise de investimento exclusivamente no prospecto e demais documentos da oferta, (ii) se houver excesso de demanda, os investidores institucionais que sejam pessoas vinculadas são automaticamente excluídos da oferta, nos termos do artigo 55 da Instrução CVM nº 400, (iii) se houver excesso de demanda, os investidores não institucionais que tiverem realizado pedido de reserva para a subscrição ou aquisição de ações na oferta com antecedência inferior a 7 dias úteis do fechamento do procedimento de coleta de intenções de investimento (bookbuilding) devem ter seus pedidos de reserva cancelados, tenda em vista o disposto no item “I”, “c”, da Deliberação CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005 (“Deliberação CVM nº 476”). É importante ressaltar, como abordaremos adiante, que o investidor institucional, seja ele pessoa vinculada ou não, não possui qualquer garantia de que participará da oferta. Além disso, uma oferta pode não ser destinada ao varejo, não havendo, nesse caso, oportunidade de o investidor não institucional, que seja pessoa vinculada ou

não, adquirir valores mobiliários ofertados. Os acionistas que não acompanharem o aumento na proporção da sua participação no capital social terão uma diluição da sua participação no capital social da companhia. De forma a garantir que essa diluição da participação acionária não se mostre injustificada, é necessário que haja um efetivo interesse social no aporte de capital para embasar a oferta primária. A companhia deverá detalhar a destinação pretendida aos recursos captados na oferta e deverá cumprir referida destinação tal como informada ao mercado em seção específica do prospecto da oferta.

A definição do preço por ação no contexto da oferta se dá por meio do processo de coleta de intenções de investimento ou *bookbuilding*¹⁷, que consiste em espécie de leilão privado, realizado junto a investidores institucionais, por meio do qual os bancos coordenadores avaliam o interesse desses investidores no ativo e registram todos os pedidos de subscrição recebidos durante essa fase. Com base nesses pedidos, os bancos coordenadores e a companhia emissora e/ou os acionistas vendedores, conforme aplicável, chegam a um preço por ação que reflete o valor de mercado por ação¹⁸.

Esse processo visa a atender ao disposto no artigo 170 da Lei das S.A.s que, em seu parágrafo 1º, determina que, a fim de não causar uma diluição injustificada dos demais acionistas, o preço por ação no aumento de capital deverá se dar levando em consideração, alternativa ou conjuntamente, (i) a perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; e (iii) a cotação de suas ações em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado¹⁹.

O valor patrimonial por ação resulta da divisão do valor do patrimônio líquido da companhia pelo número total de ações da companhia (ex.: uma companhia cujo patrimônio líquido seja de R\$300 mil e que possua 150 mil ações terá um valor patrimonial por ação de R\$2,00).

A possível diluição de participação societária decorrente de uma oferta de distribuição primária de ações não se confunde com o conceito de diluição patrimonial (contábil). A diluição societária decorre de uma redução do percentual de participação de um acionista no capital social da companhia. Já a diluição patrimonial decorre de uma redução imediata do valor patrimonial por ação em decorrência da emissão de novas ações.

Diante disso, o prospecto da oferta apresenta uma seção específica denominada “Diluição”, na qual a companhia apresenta os possíveis impactos no valor patrimonial

17 O processo de coleta de intenções de investimento é regulado no artigo 44 da Instrução CVM 400.

18 Vide subitens “21.3.3. Publicidade da oferta” e “21.3.4. Precificação da oferta”.

19 Vide Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ 2013/11113 (julgado em 11/08/2015), RJ 2013/6294 (decisão do Colegiado de 09/12/2014), RJ 2012/10487 (decisão do Colegiado de 21/05/2013) e RJ 2009/2610 (decisão do Colegiado de 08/12/2009, e sessão de julgamento de 28/09/2010), que discutiram os critérios adotados para definir o preço de emissão de ações em aumentos de capital realizados, os quais não teriam atendido os requisitos do artigo 170, parágrafos 1º e 7º da Lei das S.A.s

por ação decorrentes da emissão das novas ações. Essa diluição patrimonial (diferentemente da diluição societária) visa a demonstrar matematicamente qual o valor patrimonial das ações antes e depois da oferta, demonstrando se haverá ou não uma redução do valor patrimonial, tanto dos atuais acionistas (que já possuíam ações antes da oferta e, portanto, adquiriram suas ações com preços diversos daqueles praticados na oferta) quanto dos novos acionistas adquirentes dos títulos (que pagaram um determinado preço por ação no contexto da oferta e tendem a ter uma diluição patrimonial imediata, pós-oferta, quando comparado o preço pago *versus* o valor patrimonial da ação tão logo concluída a oferta).

Por fim, o prospecto obrigatoriamente traz uma seção denominada “Destinação de Recursos”, na qual a companhia explica detalhadamente aos investidores onde serão investidos os recursos provenientes da oferta, se essa for primária. Caso os recursos não sejam utilizados na forma apresentada nessa seção, tal descumprimento poderá ensejar infração grave, nos termos da Instrução CVM nº 400, diante da distribuição em condições diversas das constantes do registro, além de eventual penalidade à companhia por parte dos bancos coordenadores, caso assim esteja previsto no contrato de distribuição da oferta.

21.3. Principais Etapas de uma Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários

21.3.1. Registro da oferta na CVM e outros registros necessários

Como indicado no subitem “21.2.1. Oferta pública com registro prévio na CVM”, a Instrução CVM nº 400 exige que qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários observe o que esteja ali disposto. Porém, previamente ou, no mais tardar, concomitantemente ao pedido de registro de oferta de distribuição, a companhia que ainda não tiver registro de emissor, junto à CVM, compatível com o valor mobiliário que pretende emitir deverá requerer à Autarquia um pedido de registro de emissor ou a conversão da categoria de emissor de B para A, conforme o caso, para que a companhia se torne uma sociedade por ações de capital aberto apta a realizar a oferta pública de distribuição de valores mobiliários pretendida. Abordaremos a seguir neste subitem as diferenças entre os registros de emissor sob as categorias A e B.

Esse pedido será formulado com observância do disposto na Instrução CVM nº 480, que traz todos os requisitos e exigências para que uma companhia peça o registro²⁰

20 Vide Processos Administrativos nº RJ 2015/13053 (decisão do Colegiado de 18/07/2017) e RJ 2015/1017 (decisões do Colegiado de 14/07/2015 e 14/04/2015), e Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ 2016/4134 e RJ 2015/3387 (ambos julgados em 13/12/2016), RJ 2011/7384 (decisão do Colegiado de 19/10/2011) e RJ 2011/7380 (decisão do Colegiado de 06/12/2011), que discutiram a não apresentação dos documentos exigidos no artigo 13 da Instrução CVM 480 nos prazos ali indicados.

de emissor à CVM, bem como todos os documentos a serem apresentados e suas obrigações para com a CVM e o mercado a partir do momento em que obtiver tal registro. Tais exigências visam assegurar que a companhia mantenha um nível informacional bastante extenso para que toda a informação necessária para o completo e correto conhecimento do emissor em todos os seus aspectos relevantes seja divulgada ao mercado. Dentre os deveres informacionais e periódicos aos que uma companhia com registro de emissor deverá atentar, destacam-se a apresentação de: (i) Formulário Cadastral, o qual contém as informações básicas sobre o emissor, como endereços, dados de contato, empresas de auditoria independente contratadas, jornais em que são divulgadas as informações de interesse dos acionistas e titulares de valores mobiliários, responsáveis na área de relacionamento com investidores, entre outros; (ii) Formulário de Referência, documento bastante extenso que traz de forma detalhada todas as características do emissor, tanto societárias quanto econômicas e financeiras, apresentando informações sobre o setor de atuação da companhia, grupo econômico em que a companhia se insere, fatores de risco da companhia e de seu mercado, administradores da companhia e respectivas remunerações, além de suas experiências prévias, discussão dos administradores sobre as demonstrações financeiras da companhia e resultados obtidos, operações com partes relacionadas, histórico da companhia e detalhes sobre os seus negócios, controle acionário e participações societárias relevantes, valores mobiliários emitidos e em vigor, entre outros; e (iii) demonstrações financeiras anuais contendo parecer de auditor independente e informações financeiras trimestrais com revisão especial ou limitada, dentro dos prazos ali previstos.

O pedido de registro de emissor deverá ser realizado para uma das categorias previstas no artigo 2º da Instrução CVM nº 480, que se distingue em emissores da categoria A (inciso I) e da categoria B (inciso II). A obtenção de um registro na modalidade da categoria A permite que a companhia realize a emissão e negociação de quaisquer valores mobiliários em mercados regulamentados. Dado que não há quaisquer restrições ao emissor registrado na categoria A, o Formulário de Referência (o qual possui detalhadamente todas as informações da companhia cuja divulgação é necessária, conforme indicado anteriormente) deve ser preenchido integralmente e com atendimento de todos os itens ali previstos. Já a obtenção de um registro na modalidade da categoria B, que exige uma divulgação de uma menor quantidade de informações (conforme indicado no Anexo 24 da Instrução CVM nº 480), implica em certas restrições, permitindo que a companhia emita e negocie quaisquer valores mobiliários em mercados regulamentados, exceto (i) ações e certificados de depósito de ações; ou (ii) valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir os valores indicados na alínea “i” anterior, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor dos valores mobiliários indicados na alínea “i” anterior ou por uma sociedade pertencente ao grupo do referido emissor. Como se observa, o registro sob a categoria B restringe a emissão de ações ou valores mobiliários que podem ser convertidos em ações que sejam da companhia ou de empresa de seu grupo econômico. A escolha da

categoria é uma faculdade da companhia ao solicitar o pedido de registro de emissor.

Adicionalmente, a companhia que pretende emitir ações e tê-las negociadas na bolsa de valores, deverá solicitar à B3 o seu registro por meio do pedido de listagem de emissor e do pedido de admissão à negociação de seus valores mobiliários²¹.

O pedido de listagem de emissor consiste na solicitação da companhia para ser registrada perante a B3 como emissor de valores mobiliários. Nesse pedido, a companhia deverá indicar o segmento no qual pretende se registrar (mercado de bolsa ou de balcão) e, em se tratando de mercado de bolsa, o segmento diferenciado de governança corporativa que irá optar, cuja adesão é voluntária por meio da celebração de contrato específico com a bolsa (“Novo Mercado”, “Nível 1”, “Nível 2”, “Bovespa Mais” ou “Bovespa Mais Nível 2”, conforme será abordado adiante neste subitem).

É possível a uma companhia listar-se como emissor junto à B3 previamente sem necessariamente pedir a admissão à negociação de suas ações. Exemplificativamente, uma companhia pode optar por se listar no segmento diferenciado de governança corporativa Bovespa Mais. Esse segmento é voltado às companhias que pretendem acessar o mercado de capitais, mas em geral buscam uma captação de menor montante e ainda não possuem o valor de mercado adequado para garantir uma oferta que assegure a quantidade mínima de ações em circulação (free float) exigida pelos demais segmentos diferenciados de governança corporativa e que é determinante para atribuir liquidez aos papéis. Portanto, o Bovespa Mais, e o Bovespa Mais Nível 2 que basicamente se difere do Bovespa Mais por admitir ações preferenciais, são vistos como segmentos de acesso. Ao se listar nesses segmentos sem efetuar uma oferta pública, é possível à companhia se habituar com as obrigações inerentes a uma companhia aberta com regras diferenciadas de governança corporativa e com todas as divulgações de informações exigidas tanto pelos regulamentos da CVM quanto da B3, em que pese não tenha negociação de seus valores mobiliários. Atualmente, em razão da baixa adesão ao Bovespa Mais, a B3 está realizando uma revisão e reformulação profunda dos segmentos de acesso, que deverão mudar substancialmente. Outro fator que está sendo considerado nessa reformulação é o aumento do número de listagem de companhias brasileiras em bolsas estrangeiras, especialmente na área de tecnologia. Além disso, outro exemplo é o que ocorre com as ofertas públicas com esforços restritos via Instrução CVM nº 476 que, em geral, buscam uma economia de tempo para a realização da oferta, uma vez que são dispensadas do registro prévio da CVM. Nesses casos, o processo preliminar de registro de emissor na B3 traz como benefício do decurso do prazo mínimo de dezoito meses para que as ações emitidas por emissor que já seja operacional em uma oferta pública inicial de ações distribuída com esforços restritos possa ter seus papéis colocados junto a investidores não qualificados²², com potencial aumento de liquidez das ações ofertadas e maior atratividade desses papéis aos investidores.

21 Para maiores informações sobre a condução desses pedidos e sobre as regras aplicáveis ao processo, vide o “Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários da B3”.

22 Artigo 15, §3º, II da Instrução CVM nº 476, cujo texto está transcrito na nota de rodapé n. 10.

Já o pedido de admissão à negociação consiste na solicitação de autorização à B3 para que a companhia possa negociar seus valores mobiliários na bolsa, seja no segmento básico (tradicional) ou em segmento diferenciado de governança corporativa requerido no pedido de listagem de emissor. A admissão à negociação é necessária não apenas quando a companhia pretenda realizar uma oferta pública, mas também quando da criação de quaisquer valores mobiliários que confirmam (i) ao titular de valores mobiliários já admitidos à negociação na B3, o direito de preferência à subscrição ou aquisição dos novos valores mobiliários criados (ex.: titular de *units* compostas por ações ordinárias e preferenciais admitidas à negociação em bolsa possui direito de preferência à subscrição de novas ações ordinárias que venham a ser emitidas, na proporção das ações ordinárias que detém por meio de *units*, e essas novas ações ordinárias deverão ser igualmente admitidas à negociação na bolsa); ou (ii) ao titular dos novos valores mobiliários o direito de subscrever ou adquirir valores mobiliários já admitidos à negociação na bolsa (ex. caso um determinado emissor possua ações negociadas em bolsa e decida emitir debêntures conversíveis em ações, essas debêntures deverão igualmente ser admitidas à negociação em bolsa).

Como abordado anteriormente, um registro adicional e usualmente requerido em toda oferta pública de ações é a adesão a um dos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3 – “Novo Mercado”, “Nível 1”, “Nível 2”, “Bovespa Mais” ou “Bovespa Mais Nível 2”. Em que pese a adesão a esses segmentos seja voluntária, o Código ANBIMA de Ofertas Públicas exige de seus associados (os bancos coordenadores das ofertas) que esses somente participem de ofertas de ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição, de emissores que tenham aderido (ou se comprometam a aderir em um prazo de seis meses a contar do anúncio de início da oferta) a um desses segmentos de governança²³.

Esses segmentos diferenciados de governança foram criados pela B3 no começo dos anos 2000, sendo constantemente aprimorados, com o intuito de elevar o nível de governança corporativa das companhias brasileiras e aprimorar o mercado de capitais no Brasil, garantindo que tais companhias observem não apenas o que diz a Lei das S.A.s, mas também as disposições nos respectivos regulamentos desses segmentos. Tais regulamentos asseguram direitos e garantias adicionais aos acionistas, além da divulgação de informações mais completas pelos controladores, gestores da companhia e participantes do mercado, fazendo assim com que o risco de investimento nesses emissores seja reduzido.

23 Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, artigo 7º, IX:

“Artigo 7º - No exercício de suas Atividades, as instituições participantes devem:

(...)

IX. Participar apenas de Ofertas Públicas no mercado primário e secundário de ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição quando as emissoras de tais Ofertas Públicas tiverem aderido ou se comprometido a aderir no prazo de 6 (seis) meses, contado do primeiro anúncio de distribuição, pelo menos ao Nível 1 ou ao Bovespa Mais, conforme o caso, das “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa” da B3, observado o parágrafo 2º deste artigo. As instituições participantes devem ainda incentivar essas emissoras a adotar sempre padrões mais elevados de governança corporativa;”

Dentre os direitos assegurados e as exigências previstas em cada um desses segmentos, destacam-se: (i) o tipo de ações emitidas – se apenas ações ordinárias ou adicionalmente ações preferenciais; (ii) o percentual mínimo de ações em circulação no mercado (free float mínimo); (iii) a composição de membros do conselho de administração e seus mandatos, inclusive aqueles independentes, conforme o caso; (iv) a divulgação de política de negociação de valores mobiliários; (v) na hipótese de venda do controle acionário, direito dos acionistas não controladores alienarem suas ações pelo mesmo preço pago pelas ações de controle (tag along de 100%); (vi) a obrigatoriedade de realização de ofertas públicas de aquisição (OPAs) nos casos ali previstos; (vii) a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, da B3; entre outros.

A B3 concluiu em junho de 2017 um processo de revisão dos regulamentos do “Novo Mercado” e “Nível 2”. Após análise e votação pelas companhias abertas, aprovou-se apenas um novo regulamento para o “Novo Mercado”, o qual foi submetido à CVM e validado em Decisão do Colegiado de 05 de setembro de 2017, e que entrou em vigor em 02 de janeiro de 2018. Dentre as alterações aprovadas na nova versão do Regulamento de Novo Mercado destacam-se: (i) as ofertas com esforços restritos de colocação estão dispensadas dos esforços de dispersão acionária; (ii) o conselho de administração deve ser composto por no mínimo dois ou 20%, o que for maior, de conselheiros independentes, sendo que, caso o resultado seja número fracionário, o arredondamento será sempre para o número inteiro subsequente; (iii) a flexibilização no percentual mínimo de ações em circulação (free float), podendo ser de 25% do capital social (regra atual) ou 15% do capital social, desde que a companhia tenha um volume financeiro médio diário de negociação de suas ações igual ou superior a R\$25 milhões, considerando os negócios realizados nos últimos 12 meses; (iv) as ofertas de companhias pré-operacionais somente serão direcionadas para investidores qualificados, sendo que a negociação com investidores não qualificados somente poderá ocorrer quando a companhia apresentar receita operacional; (v) acionistas titulares de mais de 1/3 das ações em circulação, ou percentual maior definido no estatuto social, deverão aceitar a oferta pública de aquisição para saída do Novo Mercado ou concordar expressamente com a saída do segmento sem efetuar a venda das ações, sendo que, para esse fim, ações em circulação são consideradas aquelas cujos titulares concordem expressamente com a saída do Novo Mercado ou se habilitem para o leilão da referida oferta pública; (vi) a administração (conselho de administração, comitês estatutários e diretoria) deverá passar por um processo de avaliação ao menos uma vez durante a vigência do mandato, sendo que deverão ser divulgadas pela companhia as regras quanto à abrangência da avaliação, os procedimentos e a metodologia adotados, mas não o resultado da avaliação; (vii) a obrigatoriedade de divulgação simultânea, em versões português e inglês, de fatos relevantes, informes sobre pagamentos de proventos e press releases de resultados; (viii) a criação de uma área de auditoria interna, função de compliance e comitê de auditoria interna; (ix) a vedação à participação de membros da diretoria da companhia ou de suas controladas, coligadas, ou sociedades sob controle comum, ou de acionistas controladores, como membros do comitê de auditoria interna; entre outras alterações.

Um outro registro que pode vir a ser necessário, dependendo do valor mobiliário ofertado, é o registro em mercado de balcão organizado. Esse mercado é responsável pela negociação de ativos por meio de entidades autorreguladoras que supervisionam tais negociações. Um exemplo é a própria B3, que possui estruturas e regulamentos voltados à negociação de valores mobiliários nesse tipo de mercado e determinadas exigências para fins de registro do emissor e admissão à negociação dos valores mobiliários. Nesse caso, faz-se necessário o já referido pedido de listagem de emissor e admissão à negociação indicado acima, caso a companhia ainda não possua tais registros. Vale destacar que o mercado de balcão organizado é em geral utilizado para negociação de valores mobiliários diversos das ações, como aqueles representativos de dívida (debêntures, notas promissórias, entre outros).

Observada a exigência e aplicabilidade dos registros acima indicados, resta a análise do registro da oferta pública de distribuição propriamente dita, o qual observará os requisitos e exigências previstos na Instrução CVM nº 400²⁴. Diante do disposto na referida Instrução, a companhia que queira ofertar publicamente seus valores mobiliários ao mercado deverá requerer o registro da referida oferta pública nos termos da Instrução CVM nº 400, além de outros registros que se façam necessários, conforme já acima mencionado, para adequar o registro de emissor à oferta pretendida.

Para tanto, quando do pedido de registro de oferta apresentado à CVM, o emissor deverá entregar uma relação de minutas de documentos, que se encontram devidamente listados no Anexo II da Instrução CVM nº 400, dentre os quais se destacam, conforme aplicável: (i) o contrato de distribuição, celebrado entre a companhia, eventuais acionistas vendedores e os bancos coordenadores; (ii) o contrato de estabilização de preços e/ou de garantia de liquidez, celebrado entre a companhia, eventuais acionistas vendedores, o agente estabilizador e corretora de valores; (iii) o pedido de reserva e o boletim de subscrição e/ou contrato de compra e venda de ações, conforme o caso, a ser assinado pelos investidores adquirentes dos valores mobiliários; (iv) o prospecto da oferta; (v) o aviso ao mercado e os anúncios de início e encerramento da oferta, a serem divulgados ao mercado; dentre outros.

O contrato de distribuição é o documento que formaliza, entre a companhia e eventuais acionistas vendedores, o acordo com os bancos coordenadores para que estruturem a oferta e ofertem os valores mobiliários para investidores. Todas as responsabilidades das partes envolvidas, além daquelas já previstas na Instrução CVM nº 400, estão ali contempladas. Porém, para garantir o sucesso da oferta e evitar que logo após a distribuição dos novos títulos haja uma oscilação atípica na cotação das ações no mercado no mês subsequente ao início da negociação (nesse caso, observando-se o que ocorre nas ofertas de ações especificamente), celebra-se o contrato de estabilização de preços por meio do qual a companhia e eventuais acionistas vendedores contratam

um agente estabilizador para negociar a compra e venda em bolsa de ações da companhia emissora por um período pré determinado (nos termos de um contrato de empréstimo) e garantir um melhor controle do preço pós oferta, diminuindo a volatilidade²⁵. Já o pedido de reserva é celebrado pelos investidores não-institucionais que manifestam suas intenções de investimento durante o período de reserva indicado no cronograma da oferta. Por sua vez, o boletim de subscrição e/ou contrato de compra e venda de ações, conforme a oferta seja primária e/ou secundária, é subscrito por todos os investidores adquirentes dos valores mobiliários que tiveram seus pedidos de reserva ou ordens, conforme sejam eles investidores de varejo ou institucionais, atendidos.

O prospecto é considerado o documento mais importante no contexto da oferta e do pedido perante a CVM, uma vez que esse documento contém todos os detalhes da oferta, do emissor (inclusive incorporando, por referência, outros documentos, como o Formulário de Referência e as demonstrações financeiras do emissor), fatores de risco da oferta e dos títulos ofertados, e serve como o principal documento a ser considerado pelos investidores para uma tomada de decisão de investimento fundamentada.

O aviso ao mercado e os anúncios de início e encerramento são os documentos de divulgação da oferta ao mercado (que podem ou não ser publicados em jornais de grande circulação, a critério da companhia, ou serem apenas divulgados em meios eletrônicos indicados expressamente no prospecto), por meio dos quais a companhia, eventuais acionistas vendedores e os bancos coordenadores indicam os principais termos da oferta, prazos, cronograma da distribuição e demais instruções para obtenção de informações da oferta, da companhia e dos valores mobiliários ofertados. O aviso ao mercado é o documento divulgado no primeiro dia em que começa a rodada de apresentações para investidores institucionais sobre o emissor e a oferta (roadshow) e a coleta de intenções de investimento (*bookbuilding*²⁶). Já o anúncio de início é divulgado após a concessão do registro da oferta pela CVM, quando fica autorizada a efetiva distribuição dos valores mobiliários. Por fim, o anúncio de encerramento é a última divulgação a ser feita, apresentando o resultado final da oferta, quantidade e tipo de investidores adquirentes dos títulos, e representa a conclusão do processo de distribuição, da liquidação física e financeira da oferta e do período de silêncio.

21.3.2. Distribuição com garantia firme ou melhores esforços de colocação

O regime de colocação dos valores mobiliários ofertados nas ofertas públicas de distribuição, sejam de ações, debêntures ou outros valores mobiliários, pode ser de (i) garantia firme de colocação; (ii) garantia firme de liquidação; e/ou (iii) melhores esforços de colocação.

²⁵ Vide o subitem “3.5. Aumento da oferta”.

²⁶ Os processos de roadshow e bookbuilding ocorrem previamente ao início de distribuição dos valores mobiliários, uma vez que, nesse momento, a oferta ainda não obteve o registro da CVM, não havendo, portanto, autorização regulatória para formalizar a alienação de ações. Até a conclusão dessa fase, a companhia e os participantes da oferta podem desistir da distribuição caso verifiquem que não há mercado para as ações em condições consideradas satisfatórias para o ofertante.

A garantia firme de colocação consiste na obrigação, prestada contratualmente pelos coordenadores da oferta, de colocar uma determinada quantidade de valores mobiliários para investidores, em que pese as condições de mercado não serem favoráveis e não haver demanda suficiente para a aquisição de todos os valores da oferta. Isso significa que, se, mesmo após a procura de investidores, não se encontrar uma quantidade suficiente de interessados em adquirir os valores mobiliários ofertados, os coordenadores (ou um dos coordenadores, conforme seja previsto no contrato de distribuição) se obrigam a subscrever ou adquirir, conforme o caso, a quantidade de valores mobiliários objeto de garantia firme de colocação. Dessa forma, o próprio coordenador da oferta passa a ser, ao final, o investidor adquirente dos valores mobiliários ofertados. Essa modalidade de garantia firme de colocação é, algumas vezes, adotada em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários representativos de dívida.

Já a garantia firme de liquidação consiste na obrigação, prestada individualmente e de forma não solidária pelos coordenadores da oferta, de honrar quaisquer ordens de investimento prestadas por investidores durante o processo de coleta de intenções de investimento que não sejam confirmadas na data de liquidação²⁷. Nessa hipótese, cada coordenador, até o limite individual da garantia firme de liquidação, deverá efetuar um depósito de recursos correspondente ao montante pendente de pagamento, para garantir que ocorra a liquidação da totalidade dos valores mobiliários objeto de garantia firme e que não tenham sido tempestivamente pagos/integralizados. Essa modalidade de garantia firme de liquidação é comumente adotada nas ofertas públicas de distribuição de ações.

Por fim, o regime de melhores esforços de colocação consiste na obrigação que os coordenadores assumem de envidar seus melhores esforços para buscar investidores para uma oferta sem, contudo, estarem obrigados a efetivamente colocar ou adquirir os valores mobiliários ofertados aos investidores, nem a liquidar as ordens de investidores institucionais que não forem honradas. Essa modalidade de colocação pode ocorrer apenas para uma determinada tranche da oferta (no caso de um regime misto de colocação) ou, ainda, para a totalidade da oferta. A modalidade de melhores esforços de colocação é, algumas vezes, adotada em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários representativos de dívida.

21.3.3. Publicidade da oferta

O aviso ao mercado e os anúncios de início e encerramento são as divulgações da oferta pública de distribuição de valores mobiliários que ocorrem em meios eletrônicos e, a critério da companhia, podem também ser divulgados em jornais de grande circulação no curso de uma oferta. Porém, além dessas divulgações que apresentam os termos da oferta em linhas gerais, a oferta conta ainda com outros documentos com a finalidade

27

Vide subitem “3.6. Liquidação física e financeira da oferta”.

de divulgá-la para o público em geral, contendo as principais informações a respeito da oferta, eventualmente da companhia, os tópicos dos fatores de risco constantes do Formulário de Referência e prospectos, e demais informações que sirvam para embasar a decisão de investimento dos investidores.

Todos e quaisquer materiais produzidos para divulgação da oferta e direcionados ao público em geral são chamados materiais publicitários, e regulados pelos artigos 50 e 51 da Instrução CVM nº 400, bem como pelo Ofício-Circular/CVM/SRE/Nº 1/2009, pelo Ofício-Circular/CVM/SRE/Nº 1/2013, e, ainda, pelo item 40 do Ofício-Circular Nº 2/2019/CVM/SRE. Nos termos do artigo 50 da Instrução CVM nº 400, entende-se por material publicitário qualquer forma de texto publicitário para fins da oferta, anúncio ou promoção da distribuição, por qualquer forma ou meio veiculados. Ainda, o Ofício-Circular/CVM/SRE/Nº 1/2013 e os itens 40.1.2 e 40.1.3 do Ofício-Circular Nº 2/2019/CVM/SRE esclarecem que o “spot de rádio”, o filme publicitário para TV ou um jornal interno ou dirigido a empregados de qualquer instituição relacionada a oferta são todos também considerados materiais publicitários.

A publicidade institucional (ex.: propagandas ou qualquer divulgação externa ou mesmo interna na emissora da marca da companhia e não de seus produtos, veiculados durante a oferta) em mídia eletrônica, impressa, digital e/ou funcional não depende de aprovação prévia e não é considerada material publicitário. Referida publicidade, porém, deve ser consistente com práticas anteriores da companhia, e deve conter advertências²⁸, como alerta sobre a existência de oferta pública, bem como recomendações para a leitura do prospecto e, em especial, dos fatores de risco, observados os termos especificados na regulamentação da CVM.

Tratando-se de material publicitário, o artigo 50 da Instrução CVM nº 400 determina que esses deverão ser aprovados previamente pela CVM e somente poderão ser utilizados após a divulgação do prospecto preliminar ao mercado (sendo que o material deverá guardar consistência com o conteúdo previsto no prospecto e demais documentos da oferta)²⁹. A necessidade de aprovação prévia pelo órgão regulador decorre da preocupação em garantir que o mercado e o público em geral não sejam estimulados de forma inadequada a aderir à oferta sem conhecerem profundamente a companhia e os riscos envolvidos. Por essa razão que tanto a Instrução CVM nº 400 quanto os ofícios-circulares acima referidos indicam que o material publicitário deve ter uma linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores sobre os riscos do investimento, e que as informações desfavoráveis à oferta (fatores de risco) tenham o mesmo destaque que as informações favoráveis à oferta. Essa preocupação vale, inclusive, para os materiais de áudio e vídeo, que deverão ter também uma linguagem serena, moderada e equilibrada em seu conteúdo de pontos favoráveis e desfavoráveis,

28 Vide item 40.2.1 do Ofício-Circular Nº 2/2019/CVM/SRE.

29 Vide Processos Administrativos CVM nº RJ 2013/10153 (decisão do Colegiado de 17/12/2013), RJ 2013/4659 (decisão do Colegiado de 16/07/2013) e RJ 2012/14390 (decisão do Colegiado de 14/05/2013), que discutiram a distribuição de material publicitário aos potenciais investidores nas respectivas ofertas, sem que esses materiais publicitários tivessem sido previamente aprovados pela CVM.

tanto pela entonação da voz, quanto pelo tempo de exposição do texto ou áudio relacionados a esses pontos.

Para isso, a CVM emitiu os dois ofícios-circulares acima referidos de forma a orientar os participantes sobre como elaborar esses documentos e conferir a agilidade necessária à oferta na aprovação pelo órgão regulador. Assim, o Ofício-Circular/CVM/SRE/Nº 001/2009, bem como o item 40.4 do Ofício-Circular Nº 2/2019/CVM/SRE, trazem dois modelos a serem adotados, ambos sucintos, sendo um para apresentação da oferta nos websites das instituições intermediárias e com indicação de links para o pedido de reserva e prospecto, e outro para divulgação da oferta por e-mail para os potenciais investidores. Os modelos possuem orientações técnicas sobre tamanho de letras e disposição dos textos, os quais, se utilizados exatamente nos termos previstos nos ofícios, não demandam a análise e aprovação prévia pela CVM, desde que apresentado à CVM o prospecto preliminar. Caso os participantes da oferta prefiram também utilizar o documento publicitário conhecido como “take one”, deverá ser utilizado o Modelo I indicado no item 40.4 do Ofício-Circular/CVM/SRE/Nº 2/2019, o qual traz orientações práticas sobre o conteúdo do documento, destaques de redações com alertas a serem dispostos no material, a necessidade de linguagem serena, moderada e equilíbrio informacional entre os pontos favoráveis e desfavoráveis, entre outros.

Não havendo prospecto para a oferta, ou não tendo sido esse ainda disponibilizado, não é permitida a utilização de material publicitário, exceto se tratar-se de oferta de condo-hotel e crowdfunding³⁰. O prazo para aprovação do material publicitário pela CVM é de (i) dez dias úteis, a contar do protocolo do referido material, para as ofertas de cotas de fundo de investimento; e (ii) cinco dias úteis a contar do protocolo do referido material, para as demais ofertas.

Vale ressaltar também que, de acordo com o Ofício-Circular Nº 2/2019/CVM/SRE, item 40.1.3, não é considerado material publicitário o material que seja destinado a informar os próprios empregados quanto à forma diferenciada de adesão à oferta, ou qualquer material para treinamento da equipe de vendas, desde que não seja distribuído. Já um jornal interno ou qualquer material divulgado para empregados será considerado material publicitário se houver informações sobre a oferta. Além disso, com relação à utilização e divulgação de material publicitário em redes sociais na internet, fica proibida dado que esses meios permitem a divulgação de comentários que não podem ser controlados, podendo induzir a erros os investidores.

Já os investidores institucionais contam com material diverso denominado como apresentação de roadshow. Tão logo a oferta é lançada, após a divulgação do aviso ao mercado, começa o processo de coleta de intenções de investimento ou bookbuilding. Durante essa etapa da oferta, os coordenadores e a companhia realizam as apresentações de roadshow, em que explicam aos investidores institucionais acessados

30 Vide Processo Administrativo CVM nºRJ 2011/9865 (decisão do Colegiado de 27/9/2011) e, ainda, o Ofício-Circular/CVM/SRE/Nº 1/2013, item 1.9, bem como o Ofício-Circular Nº 2/2019/CVM/SRE, item 40.1.3.

todas as características da companhia, seus negócios, a oferta propriamente dita e os riscos envolvidos. O material utilizado nessas apresentações deve guardar consistência com o teor das informações constantes do prospecto e demais documentos da oferta. A apresentação de *roadshow* não depende de aprovação prévia para ser utilizada, mas deve ser apresentada à CVM antes de ser utilizada, a qual analisará o material e poderá fazer exigências. Caso haja, por exemplo, qualquer informação que conste das apresentações, mas que não conste do prospecto, a CVM determinará que os prospectos sejam alterados para incluir essas informações, o que poderá impactar o cronograma da oferta, tendo em vista que a CVM exige que o prospecto preliminar esteja disponível pelo menos cinco dias úteis antes do início do recebimento de reservas, pelos investidores de varejo³¹ e, caso referido prazo já tenha transcorrido, será necessário abrir novo prazo contado a partir da disponibilização ao mercado do prospecto ajustado para refletir o conteúdo do material de *roadshow*.

Como resultado dessas apresentações durante o processo de coleta de intenções de investimento (*bookbuilding*), os coordenadores recebem as ordens de investimento dos investidores institucionais e lançam tais ordens num livro eletrônico. Após concluída a etapa de *bookbuilding*, com o recebimento dessas ordens de investimento, os coordenadores conduzem o processo de precificação, em que analisam a quantidade e o volume de cada ordem, bem como o tipo de investidor, de forma a chegarem ao preço (caso se trate de emissão de ações ou valores mobiliários referenciados em ações) ou taxa de juros (caso de trate de título de dívida) aplicável aos valores mobiliários da oferta, cujo processo de precificação é explicado no subitem a seguir.

21.3.4. Precificação da oferta

Concluído o processo de *roadshow* e a coleta de intenções de investimento (*bookbuilding*), conforme abordados no subitem anterior, resta agora a efetiva precificação da oferta diante das ordens dadas pelos investidores e potenciais adquirentes dos valores mobiliários. Esse processo de precificação irá buscar a máxima eficiência para se alcançar o preço (ou taxa de juros, no caso das ofertas de valores mobiliários representativos de dívida) e o tipo de investidor desejado pela companhia. Em se tratando de uma oferta inicial de ações (IPO), o prospecto preliminar utilizado quando da realização do *roadshow* irá trazer uma faixa de preço indicativa com um preço mínimo e máximo que é esperado pelo emissor e coordenadores para a precificação da oferta. Contudo, essa faixa de preço é apenas indicativa, sendo que a precificação poderá se dar acima ou abaixo dessa faixa³².

Para o processo de precificação (*pricing*), os coordenadores da oferta irão analisar todas as ordens e respectivos preços e montantes indicados pelos investidores para

31 Instrução CVM 400, artigo 42, §1º.

32 Conforme o Ofício-Circular Nº 2/2019/CVM/SRE, item 19, e Processo Administrativo CVM nº RJ 2011/8005 (decisão do Colegiado de 22/05/2012), se a precificação de um IPO for em valor inferior a 20% da faixa de preço divulgada, deve-se dar divulgação imediata no anúncio de início e dar aos investidores de varejo a possibilidade de desistir do IPO.

chegar a um denominador comum que atenda às necessidades da companhia. O processo de precificação deve observar critérios objetivos expressamente indicados nos prospectos da oferta, mas também possui um alto grau de discricionariedade pelos coordenadores para garantir a eficiência de alocação e atendimento das ordens. Isso significa que aquele investidor que concordou em pagar mais caro pelo valor mobiliário não necessariamente será atendido, nem aquele que decidiu pagar menos terá sua ordem descartada. Isso porque, tal como permite o parágrafo 3º do artigo 33 da Instrução CVM nº 400, o coordenador líder, com anuência do ofertante dos valores mobiliários, organizará um plano de distribuição que poderá levar em conta as relações desse coordenador com seus clientes e outras considerações de natureza comercial ou estratégica, tanto do coordenador líder quanto do ofertante, criando uma base diversificada de acionistas, de sorte que as instituições intermediárias da oferta assegurem (i) que o tratamento aos investidores seja justo e equitativo; (ii) a adequação do investimento ao perfil de risco de seus respectivos clientes; e (iii) que os representantes de venda das instituições participantes do consórcio de distribuição recebam previamente exemplar do prospecto para leitura obrigatória e que suas dúvidas possam ser esclarecidas por pessoa designada pela instituição líder da distribuição. Adicionalmente, o plano de distribuição deverá levar em conta eventuais regras do regulamento do segmento diferenciado de governança da B3 no qual esteja listada a companhia, como eventual regra de esforço de dispersão acionária.

A precificação dos valores mobiliários deve obedecer ao disposto no artigo 170, parágrafo 1º, inciso III da Lei das S.A.s, de forma a assegurar que não haja uma diluição injustificada na participação acionária pelos atuais acionistas da companhia emissora, tal como mencionado no subitem 21.2.3 acima.

Além disso, a precificação deverá observar também o previsto no artigo 23, parágrafo 1º e no artigo 44, ambos da Instrução CVM nº 400. Nesse sentido, a precificação ocorrida no dia da apuração do resultado do processo de coleta de intenções de investimento deve levar em conta critérios objetivos para a sua fixação, os quais deverão estar previstos no Prospecto Preliminar e aviso ao mercado. Em regra, a precificação dos valores mobiliários leva em conta apenas as ordens de investimento dos investidores institucionais, podendo também ser aceitas as ordens daqueles investidores que sejam considerados “pessoas vinculadas” até certo montante, desde que não seja verificado excesso de demanda na oferta, conforme abordado a seguir.

O artigo 55 da Instrução CVM nº 400 estabelece que são consideradas “pessoas vinculadas” para fins de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários aqueles investidores que sejam (i) controladores ou administradores das instituições intermediárias (bancos coordenadores) e da emissora; (ii) outras pessoas vinculadas à emissão e distribuição; e/ou (iii) os cônjuges ou companheiros, ascendentes, descendentes e colaterais até o segundo grau das pessoas indicadas nas alíneas “i” ou “ii” anteriores.

Dada a natural proximidade e envolvimento dessas pessoas com a oferta ou seus participantes, tais pessoas podem impactar adversamente na formação do preço final da oferta, dependendo do tamanho da ordem e preço indicado em seus pedidos, tendo em vista que poderiam considerar informações acerca da emissora ou da oferta que não estão disponíveis ao público em geral. Assim, o referido artigo 55 da Instrução CVM nº 400 estabelece que naquelas distribuições em que haja excesso de demanda superior a 1/3 da quantidade de valores mobiliários ofertados, será vedada a colocação de valores mobiliários para as pessoas vinculadas, sejam elas investidores institucionais ou não institucionais. Não havendo excesso de demanda superior a 1/3 da quantidade ofertada, serão aceitas as ordens de investimento de pessoas vinculadas. Contudo, em que pese não haja previsão na regulamentação quanto ao percentual máximo de participação desses investidores considerados pessoas vinculadas, o mercado tem convencionado e previsto nos fatores de risco de prospectos um percentual máximo a ser adquirido por eles da quantidade de ações inicialmente ofertada (excluindo-se as ações de lote suplementar e as ações adicionais).

Ao mesmo tempo, e a fim de garantir que as pessoas vinculadas que sejam investidores não-institucionais possam participar da oferta mesmo quando haja excesso de demanda, o Colegiado da CVM emitiu a Deliberação CVM nº 476 que estabeleceu os requisitos básicos a serem observados quando da aceitação de ordens desses investidores, de forma a mitigar o risco de malformação de preço por conta de sua participação³³. Esses requisitos são: (i) o deslocamento da data de término dos pedidos de reserva efetuados por pessoas vinculadas para data que anteceder, no mínimo, sete dias úteis ao encerramento da coleta de intenções de investimento (bookbuilding); (ii) restringir a participação desses investidores na oferta à parcela (tranche) destinada aos investidores não institucionais; e (iii) sujeitar tais investidores classificados como pessoas vinculadas às mesmas restrições impostas aos demais investidores não institucionais (como limites quanto ao valor do pedido de reserva, restrições à sua participação em uma única instituição intermediária, condições de desistência que não dependam de sua única vontade e sujeição ao rateio em caso de excesso de demanda, entre outras). Adicionalmente, conforme o Ofício-Circular Nº 2/2019/CVM/ SRE, item 18, a SRE orienta que seja estabelecido um limite máximo de R\$1 milhão para reserva por investidor não institucional na tranche da oferta destinada aos investidores de varejo (o que seria o valor mínimo necessário para caracterização de investidor qualificado). Dessa forma, se não houver o estabelecimento de limite máximo de pedido de reserva para esses investidores, em linha com a orientação do ofício, a SRE entende que não estará mitigada a possibilidade de favorecimento e utilização de informação para obtenção de vantagem indevida pela pessoa vinculada, o que poderia causar o indeferimento do pedido de dispensa formulado com base na Deliberação CVM nº 476.

33 Embora os requisitos básicos previstos pela Deliberação CVM 476 sirvam para mitigar o risco de má formação de preço e/ou perda de liquidez dos valores mobiliários no mercado secundário, deverá ser incluído um fator de risco no prospecto indicando o risco associado diante da participação de pessoas vinculadas no processo de bookbuilding, conforme orientação do Ofício-Circular Nº 2/2019/CVM/SRE, item 38.12.7.

Vale frisar que, se houver excesso de demanda acima de um terço das ações inicialmente ofertadas, os investidores institucionais que forem pessoas vinculadas serão sempre excluídos da oferta. Somente os investidores não institucionais que forem pessoas vinculadas que, se tomadas as providências previstas na Deliberação CVM nº 476 e indicadas acima, poderão permanecer na oferta.

21.3.5. Aumento da oferta

Ao longo da realização de uma oferta, os coordenadores e a companhia emissora podem constatar que o interesse dos investidores pelos valores mobiliários ofertados é superior ao que era inicialmente previsto quando do lançamento da oferta. Para permitir que esses pedidos em excesso sejam atendidos, pelo menos em parte, toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada nos termos da Instrução CVM nº 400 pode se valer das opções de colocação de um lote suplementar (também denominado *greenshoe*) e/ou de um lote adicional desses valores mobiliários (também denominado *hot issue*).

O artigo 24 da Instrução CVM nº 400 prevê que o emissor ou o ofertante poderão outorgar ao coordenador a opção de distribuição de um lote suplementar, cuja opção poderá ser exercida se assim se justificar diante da demanda de investidores. Esse lote suplementar deverá ter as mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados, não poderá ultrapassar 15% da quantidade de valores mobiliários da oferta base, e poderá ser exercido por um período predeterminado no prospecto (em geral em torno de 30 dias contados da data do início das negociações na bolsa das ações emitidas ou alienadas na oferta), subsequente ao registro da oferta na CVM e à divulgação do anúncio de início de distribuição dos valores mobiliários. Caso o emissor, o ofertante e coordenadores queiram conceder a opção de lote suplementar no contexto das atividades de estabilização, deverão prever essa possibilidade e o percentual máximo desde o início em todos os documentos da oferta³⁴.

Já o artigo 14, parágrafo 2º, da Instrução CVM nº 400 prevê a possibilidade de colocação de ações adicionais aos investidores, em que, a critério do ofertante e sem a necessidade de novo pedido ou de modificação dos termos da oferta, a quantidade de valores mobiliários ofertados poderá ser aumentada, até um montante que não exceda 20% da quantidade inicialmente constante do pedido de registro, e excluído o eventual lote suplementar previsto no artigo 24. A decisão de aumento da oferta deverá ocorrer até a divulgação do prospecto definitivo e o anúncio de início de distribuição.

³⁴ Conforme decisão do Colegiado da CVM de 28 de junho de 2016, no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/13261, conclui-se que as ofertas públicas de distribuição de ações com esforços restritos via Instrução CVM 476 podem admitir o aumento da quantidade das ações a serem ofertadas, mediante a outorga de opção de distribuição de lote suplementar, seja ela uma oferta inicial (IPO) ou uma oferta subsequente (follow-on). A opção de aumento da oferta pode ser outorgada tanto pelo emissor quanto por acionista vendedor.

O exercício do *greenshoe*³⁵, atrelado à celebração prévia de um contrato de empréstimo e de um contrato de estabilização, é utilizado em ofertas públicas de distribuição de ações realizadas sob a Instrução CVM nº 400 no processo de estabilização do preço das ações emitidas ou alienadas na oferta por oportunidade do início de negociação das ações no mercado de bolsa. É comum haver uma oscilação no preço de negociação, em bolsa das ações, da oferta, especialmente quando se tratar de um IPO (oferta pública inicial de distribuição de ações), quando a companhia ainda não é muito conhecida do mercado e não possui um histórico de negociação anterior. Uma volatilidade excessiva logo após o início de negociação pode prejudicar a imagem da companhia e a manutenção do investimento feito pelos investidores de longo prazo. Por isso, o processo de estabilização de preços mostra-se fundamental para o sucesso de uma oferta de ações e maior adesão de investidores, que poderiam temer uma queda abrupta e imediata no preço das ações logo após a oferta. Sem essa estabilização, a queda no preço das ações poderia ser interpretada como uma indicação de que a companhia ou seus negócios não são sustentáveis, fazendo com que os investidores da oferta vendessem imediatamente as ações adquiridas ou impedindo que adquirissem uma quantidade maior.

Assim, o processo de estabilização de preços ocorre da seguinte forma. Os coordenadores ofertam logo no início uma quantidade maior dos valores mobiliários do que o necessário para atender a oferta base. Essa “sobrevenda” é feita dentro do limite de 15% indicado no artigo 24 da Instrução CVM nº 400, resultando numa distribuição inicial de 115% da oferta base. Porém, dado que esses 15% em ações ainda não foram emitidos pela companhia ou efetivamente vendidos por um acionista vendedor (apesar de a opção já ter sido outorgada e prevista no prospecto da oferta), o coordenador que atuará como agente estabilizador precisará tomar emprestado temporariamente essa mesma quantidade de ações de algum acionista da companhia (em geral, acionistas controladores caso sejam também acionistas vendedores). Tendo essas ações emprestadas em seu poder, esse coordenador venderá tais ações na oferta e receberá os recursos dessa venda.

O coordenador, agindo como agente estabilizador, manterá os recursos da venda de 15% das ações ao preço por ação da oferta para utilizá-los somente se necessário no contexto do processo de estabilização. Haverá dois cenários distintos diante do aumento ou da queda do preço das ações.

No primeiro cenário, o preço das ações sobe e não se faz necessária a atividade de estabilização. Por outro lado, o coordenador e agente estabilizador precisará devolver as ações que tomou emprestado. Esse coordenador não optará por recomprar essas ações no mercado para devolvê-las pois terá um prejuízo, já que, para comprar, pagará mais caro do que o valor pelo qual vendeu. Nesse momento, esse coordenador exerce a

35 O termo *greenshoe* tem sua origem na companhia *Green Shoe Manufacturing Company* (atualmente *Stride Rite Corporation*), que foi a primeira a implementar a cláusula de lote suplementar no contrato de distribuição de sua oferta pública de distribuição de ações no exterior.

opção de lote suplementar, que lhe foi outorgada, para conseguir cobrir a “sobrevenda” feita ao preço por ação da oferta, sendo que a companhia ou o acionista vendedor será comunicado para que (i) faça um aumento de capital adicional (se as ações do lote suplementar forem ações da oferta primária); ou (ii) aliene as ações de sua titularidade (se as ações do lote suplementar forem ações da oferta secundária detidas por um acionista vendedor). Nessa situação, o coordenador adquire as ações objeto da opção pelo preço por ação da oferta, e as entrega para quem lhe emprestou as ações. Com o exercício da opção de lote suplementar, haverá um correspondente aumento da oferta, de até 15% da oferta base, que só terá sido possível em função de uma procura dos investidores pelos papéis que justificou esse aumento.

No segundo cenário, o preço das ações cai excessivamente e justifica as atividades de estabilização. Por meio das atividades de estabilização, que consistem em operações de compra e venda em bolsa rigorosamente parametrizadas em contrato bastante padronizado e previamente aprovado pela bolsa, o coordenador, agindo como agente estabilizador, por meio de corretora de seu grupo econômico, compra as ações no mercado por um valor inferior ao qual vendeu, devolvendo as ações para quem as emprestou e, portanto, não exerce a opção do lote suplementar.

Como indicado anteriormente, a existência desse mecanismo de estabilização de preços, através de atividades de compra e venda que aumentem ou diminuam a oferta de ações no mercado, mostra-se de grande importância para garantir que haja uma liquidez imediata para as ações e para fazer o possível para que o preço por ação em bolsa fique idealmente igual ou acima daquele indicado no anúncio de início de distribuição da oferta.

21.3.6. Liquidação física e financeira da oferta

Tendo em vista que o processo de liquidação de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários é, em seus aspectos essenciais, muito semelhante entre os diversos tipos de valores mobiliários, abordaremos neste subitem o processo de liquidação de uma oferta pública de distribuição de ações, que é o mais complexo e extenso, sendo que nem todas as etapas se aplicam às demais ofertas.

Tão logo tenha ocorrido a distribuição dos valores mobiliários, seja nos termos da oferta base, aumentada ou não em até 20% pelo lote adicional de ações (hot issue) e/ou em até 15% pelo exercício da opção de lote suplementar de ações (greenshoe), ocorrerá a liquidação física e financeira desses valores mobiliários. Essa liquidação se dará em até três dias úteis contados da divulgação do anúncio de início da oferta, com relação à oferta base e ao hot issue (que, se ocorrer, se incorporará à oferta base) e em até três dias úteis contados da data do exercício do *greenshoe*, conforme previsto no contrato de distribuição.

Primeiramente, o coordenador líder deverá informar à B3, usualmente no dia útil anterior à liquidação, a quantidade exata de ações a serem liquidadas e os valores a serem pagos. No dia da liquidação, deverá ser verificado, logo nas primeiras horas da manhã, se as ações da oferta e aquelas emprestadas para alienação em atendimento a eventual excesso de demanda encontram-se integralmente depositadas nos serviços de custódia da B3. Após essa verificação, a B3 inicia o processo de liquidação mediante débito das ações custodiadas e lançamento de mensagens em sistema do Banco Central, informando os bancos liquidantes e os custodiantes dos investidores institucionais a respeito dos valores a serem depositados por eles. Por conseguinte, as instituições participantes da oferta (bancos coordenadores, coordenadores contratados e corretoras) deverão transferir os recursos recebidos dos investidores para uma conta de liquidação, sendo que os investidores institucionais poderão transferir os recursos diretamente à B3. Caso alguma instituição participante da oferta ou, ainda, investidor institucional deixe de efetuar a referida transferência, os coordenadores deverão, no limite da sua garantia firme de liquidação, efetuar um depósito adicional de recursos, de forma a honrar a distribuição nos montantes indicados à B3. Após, e atendidos os critérios previstos no contrato de distribuição, a B3 transferirá para a companhia e/ou acionistas vendedores, nesse mesmo dia, o produto da colocação das ações, aplicando-se as deduções cabíveis (ex.: remuneração dos coordenadores). Ocorrendo a liquidação, os valores mobiliários são efetivamente transferidos para a propriedade do investidor que os adquiriu no contexto da oferta pública.

Já a liquidação do lote suplementar segue um procedimento diverso e abreviado. O prazo para exercício da opção de colocação de lote suplementar é de aproximadamente 30 dias contados do início de negociação das ações da oferta na bolsa. Nesse período, tão logo o coordenador líder entenda ser oportuno o exercício da referida opção de lote suplementar, esse deverá comunicar à companhia e/ou aos acionistas vendedores (conforme o caso) a respeito, após ter notificado a corretora responsável pelo processo de estabilização de preços, informando a quantidade de ações a serem subscritas ou adquiridas. Em até três dias úteis da referida comunicação, a companhia, ou acionistas vendedores, deverão transferir ao coordenador líder, por meio de sua conta de custódia na B3, a quantidade de ações que serão subscritas ou adquiridas no contexto da colocação de lote suplementar. O pagamento do preço de subscrição das referidas ações do lote suplementar é realizado após três dias úteis contados do exercício da opção e se dá por meio de transferência pela B3, seguindo os mesmos procedimentos de liquidação mencionados no parágrafo anterior.

Após concluídos os procedimentos de liquidação da oferta base, das ações adicionais, e do lote suplementar, ocorre a finalização da oferta por meio da divulgação ao mercado do anúncio de encerramento, no qual será descrita a quantidade de valores mobiliários subscritos ou adquiridos de acordo com o tipo de investidores participantes, bem como a quantidade subscrita ou adquirida no contexto do lote suplementar. A divulgação do anúncio de encerramento conclui a oferta e encerra o período de silêncio aplicável às

ofertas públicas de distribuição³⁶.

21.3.7. Modificação, revogação, suspensão e cancelamento da oferta

Ao longo da realização da oferta, circunstâncias supervenientes poderão alterar o rumo da oferta implicando uma eventual hipótese de modificação, revogação, suspensão ou cancelamento da oferta, conforme o caso.

O primeiro cenário é o de modificação e revogação da oferta, conforme previsto no artigo 25 da Instrução CVM nº 400. Caso haja, a juízo da CVM, alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fatos existentes quando da apresentação do pedido de registro de distribuição, ou que o fundamentem, acarretando aumento relevante dos riscos assumidos pelo ofertante e inerentes à própria oferta, a CVM poderá acolher pleito de modificação ou revogação da oferta (o qual presumir-se-á deferido caso não haja manifestação da CVM em sentido contrário no prazo de dez dias úteis, contado do protocolo do respectivo pedido).

Como resultado de uma eventual revogação da oferta, tornam-se ineficazes a oferta e os atos de aceitação anteriores ou posteriores, devendo ser restituídos integralmente aos aceitantes os valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados, na forma e condições previstas no prospecto. Já uma eventual modificação deverá ser divulgada imediatamente através de meios ao menos iguais aos utilizados para a divulgação da oferta (em geral através de um “anúncio de retificação”, em linha com as demais divulgações feitas ao mercado), sendo que as entidades integrantes do consórcio de distribuição deverão se acautelar e se certificar, no momento do recebimento das aceitações da oferta, de que o manifestante está ciente de que a oferta original foi alterada e de que tem conhecimento das novas condições. Ainda no caso de modificação da oferta, os investidores que já tiverem aderido à oferta deverão ser comunicados diretamente, por correio eletrônico, correspondência física ou qualquer outra forma de comunicação passível de comprovação, a respeito da modificação efetuada, para que confirmem, no prazo de 5 dias úteis do recebimento da comunicação, o interesse em manter a declaração de aceitação, presumida a manutenção em caso de silêncio.

Outro cenário possível é o de suspensão e cancelamento da oferta, conforme previsto no artigo 19 da Instrução CVM 400. A hipótese de suspensão ou cancelamento pela CVM poderá ocorrer, a qualquer momento, caso seja constatado que a oferta (i) esteja se processando em condições diversas das constantes da Instrução CVM 400 ou do registro; ou (ii) tenha sido havida por ilegal, contrária à regulamentação da CVM ou fraudulenta, ainda que após obtido o respectivo registro.

Também deverá ser suspensa a oferta pela CVM quando for constatada qualquer

36

Vide subitem “5. Período de silêncio”.

ilegalidade ou violação de regulamento que sejam sanáveis, sendo que qualquer hipótese de suspensão não poderá ser superior a 30 dias, período em que a irregularidade apontada deverá ser sanada ou, findo esse prazo e não tendo sido sanada, será ordenada a retirada da oferta e cancelamento do respectivo registro, se for o caso. Por fim, os investidores que tiverem aceitado a oferta deverão tomar conhecimento da suspensão ou do cancelamento por meio do ofertante, sendo que lhes será facultada, na hipótese de suspensão, a possibilidade de revogar a aceitação até o 5º dia útil posterior ao recebimento da respectiva comunicação. Havendo exercício da faculdade de revogar o pedido na oferta, ou ainda na hipótese de cancelamento da oferta, os investidores deverão ter a restituição integral dos valores, bens ou direitos em contrapartida aos valores mobiliários ofertados na forma do prospecto.

21.4. Dever de Informar e Responsabilidade do Ofertante e do Coordenador Líder

21.4.1. Dever de informar e responsabilidade do ofertante e do coordenador líder

A realização de uma oferta pública de distribuição sujeita ao regime da Instrução CVM nº 400 implica uma série de responsabilidades por parte de seus participantes, em especial com relação às informações prestadas ao público investidor. Por essa razão, dada a magnitude e alcance da oferta, que pode atingir irrestritamente todo e qualquer investidor, inclusive pessoas comuns que não sejam considerados investidores qualificados e não tenham qualquer prática ou experiência no investimento em ações, faz-se necessária a análise dos documentos da oferta e registro prévio da oferta pelo órgão regulador, que verificará o teor, linguagem e completude das informações prestadas, tendo em vista a importância de fornecer aos investidores as informações necessárias para uma tomada de decisão consciente e fundamentada com relação ao investimento nos valores mobiliários ofertados.

Conforme abordado anteriormente, o pedido de registro da oferta acompanha uma série de documentos que se encontram elencados no Anexo II da Instrução CVM nº 400, dentre contratos, avisos e anúncios, boletins de subscrição e/ou contratos de compra e venda, entre outros, e, ainda, o prospecto de distribuição que representa o documento mais relevante para conhecimento do investidor³⁷. O prospecto é o principal documento da oferta, no qual o emissor, com o suporte dos demais participantes da oferta, irá indicar todas as características do emissor, principais fatores de risco, informações financeiras, descrição dos negócios, características dos valores mobiliários e da oferta propriamente dita, e outras informações que em geral seguem no Formulário de Referência e nas demonstrações financeiras do emissor, incorporados ao prospecto.

37

Vide subitem “3.1. Registro da oferta na CVM e outros registros necessários”.

Dada a relevância dessas informações, e que qualquer informação inverídica ou tendenciosa pode lesar investidores, o artigo 56 da Instrução CVM nº 400 estabelece a responsabilidade do ofertante pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas aos investidores, bem como o cumprimento das obrigações previstas na Instrução CVM 400, sendo responsabilizado pelos prejuízos causados caso suas obrigações não sejam observadas.

Como abordaremos no subitem 21.4.2 abaixo, o coordenador líder possui, por força do artigo 56, parágrafo 1º, da Instrução CVM nº 400, o dever de agir de forma diligente para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta, e também assegurar que as informações fornecidas ao mercado durante todo o processo de distribuição sejam suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão de investimento fundamentada a respeito da oferta.

A mesma responsabilidade que a Instrução CVM nº 400 atribui ao coordenador líder caberá ao acionista não controlador que realizar oferta secundária, nos termos do parágrafo 3º do artigo 56 da Instrução CVM nº 400.

Importante destacar que, sob o ponto de vista de regulamentação da CVM, a responsabilidade pela informação prestada ao investidor no contexto da uma oferta pública de valores mobiliários distribuída com esforços restritos, conduzida sob a Instrução CVM nº 476, é a mesma de uma oferta registrada realizada sob a Instrução CVM 400, em que pese o fato daquela ser dirigida somente a investidores profissionais no mercado primário.

Ainda, nos termos do artigo 37, inciso VII, da Instrução CVM nº 400, o coordenador líder (e, por vezes, os demais coordenadores por força contratual conforme usualmente previsto nos contratos de distribuição) deve obrigatoriamente participar ativamente, em conjunto com o ofertante, da elaboração do prospecto, devendo agir de forma diligente na verificação da consistência, qualidade e suficiência das informações dele constantes.

O conteúdo do prospecto é previsto nos artigos 38 e seguintes e, ainda, no Anexo III, todos da Instrução CVM nº 400, os quais indicam as seções a serem descritas no documento e o tipo de informações a serem prestadas, que deverão ser completas, precisas, verdadeiras, atuais, claras, objetivas e necessárias, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento. Nesse sentido, o prospecto não poderá omitir fatos relevantes ou conter informações que induzam ao erro do investidor, e deverá conter, entre outros, dados e informações sobre (i) a oferta; (ii) os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes; (iii) o ofertante; (iv) a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira; (v) terceiros garantidores de obrigações

relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta, caso aplicável; e (vi) terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta. Adicionalmente, a CVM poderá requerer informações adicionais que julgar adequadas para a análise do documento pelos investidores.

O Anexo III da Instrução CVM nº 400 elenca todas as seções que deverão constar no prospecto da oferta, tais como: (i) sumário da oferta, contendo resumo sobre as principais características da operação; (ii) sumário da emissora, que deverá abordar as principais informações sobre a emissora, em destaque àquelas presentes no formulário de referência, além de seus pontos fortes ou vantagens competitivas e das suas principais estratégias; (iii) informações relativas à oferta, com detalhamento sobre todas as características dos valores mobiliários, da oferta propriamente dita, forma de adesão por parte dos investidores, relacionamentos entre a emissora e os bancos coordenadores, etc. (iv) contratos de distribuição e de garantia de liquidez, estabilização de preço e/ou de opção de colocação de lote suplementar, onde deverá informar as principais características desses contratos em conformidade com as normas da CVM; (v) destinação de recursos, onde deverá ser explicado de forma clara e objetiva onde serão alocados os recursos provenientes da oferta (exceto se se tratar de oferta de ações exclusivamente secundária) e para que finalidade; (vi) fatores de risco relacionados à oferta e aos valores mobiliários, em que serão abordados os fatos com potencial impacto na decisão de investimento por parte de investidores; (vii) o teor do formulário de referência, elaborado nos termos da Instrução CVM nº 480, dentre outros.

Importante observar que a seção do sumário da emissora, indicada logo acima, é de elaboração facultativa por parte do emissor e ofertante. Contudo, caso se decida apresentá-la, sua elaboração deverá ser feita nos termos do artigo 40, parágrafo 3º, da Instrução CVM nº 400, respeitando-se as exigências ali previstas, como (i) não deve ultrapassar quinze páginas; (ii) ser consistente com o conteúdo do formulário de referência; e (iii) destacar os cinco principais fatores de risco relativos à emissora. Apesar de facultativo, o sumário da companhia é tipicamente a seção que mais demanda dedicação do grupo de trabalho, por sintetizar de forma articulada as principais características da companhia e seus negócios, sendo considerada uma das peças mais relevantes para os esforços de venda da oferta.

Das seções do prospecto acima indicadas, e, ainda, levando-se em consideração os principais itens do formulário de referência elaborado nos termos da Instrução CVM nº 480 (documento esse que integra o prospecto como anexo ou pode ser incorporado a ele por referência), merecem destaque e maior esclarecimento as seções relacionadas a fatores de risco, descrição dos negócios e análise e discussão, pelos administradores sobre a situação financeira e os resultados operacionais da companhia.

Os fatores de risco encontram-se presentes tanto no prospecto (referentes à oferta e aos valores mobiliários e, ainda, ao emissor mas de forma limitada a apenas cinco na

seção do sumário da emissora) como no formulário de referência, detalhadamente, quando relacionados à emissora. A necessidade na sua elaboração cuidadosa mostra-se clara quando compreendemos que um investidor deve tomar conhecimento de todos os pontos, tanto favoráveis quanto desfavoráveis, que podem impactar em sua decisão de investimento. Ao longo desses fatores de risco, a companhia irá descrever detalhadamente, em linguagem moderada e direta, sem quaisquer mitigantes, todos e quaisquer eventos que possam impactar em seus negócios, na sua performance, em eventuais garantias prestadas, no cumprimento de obrigações para com os investidores, dentre outros.

Com isso, o prospecto e todas as divulgações feitas sobre a oferta no mercado deverão sempre fazer referência expressa à necessidade de leitura cuidadosa, por todos os investidores dos fatores de risco descritos nos documentos da oferta. Não obstante o fato de que determinado risco tenha uma chance remota de ocorrer (ex.: terremotos no Brasil), a conveniência ou não na descrição de cada fator de risco fica sempre a critério da companhia emissora. Contudo, é importante ressaltar que, na ausência de indicação de certo fator de risco que venha a se materializar no futuro e efetivamente prejudique investidores, poderá haver ação de ressarcimento por parte desses investidores que se sintam lesados pela ausência de informação relevante no prospecto quando o risco já existia no momento da oferta. Os fatores de risco são, na prática, uma apólice de seguros em benefício da companhia, pois não há restrições à venda de valores mobiliários de emissão de companhia com severos problemas financeiros ou sujeita a riscos importantes, mas esses problemas e riscos devem ser claramente descritos, sem qualquer mitigação de sua gravidade, no prospecto da oferta.

Além disso, outra seção importante diz respeito à descrição dos negócios da companhia. Nessa seção, serão descritas todas as características dos negócios e produtos do emissor, dados operacionais, seus principais concorrentes e como ele se posiciona perante os seus pares, forma de condução e operacionalização de seus negócios, impactos relacionados à sazonalidade, etc. Também deverão ser descritas informações sobre os clientes mais relevantes, além de efeitos sobre eventual regulação estatal e participação do emissor em mercados internacionais. Com base nessas informações, o investidor poderá analisar criteriosamente o potencial de performance da companhia, seja para honrar uma dívida assumida (em emissões de títulos de dívida, por exemplo) ou para aumentar seus resultados de forma a gerar lucros e dividendos para os detentores de suas ações. Nesse contexto, também merece destaque a já referida seção de sumário da emissora, presente no prospecto, a qual manterá consistência com as informações presentes no formulário de referência, além de trazer informações relacionadas a pontos fortes e estratégias de negócios da companhia emissora.

Por sua vez, a seção com a análise e discussão pelos administradores sobre a situação financeira e os resultados operacionais da companhia, presente no item 10.1 (h) do formulário de referência, aborda aspectos contábeis e financeiros relevantes relacionados ao emissor, explicando cada variação das contas de resultados, das contas

patrimoniais e de fluxo de caixa. Essa seção deve ser consistente com os números existentes nas demonstrações financeiras auditadas por auditor independente, bem como com as informações financeiras trimestrais com revisão limitada ou especial por tal auditor. Nessa seção, os administradores da companhia não devem apenas apresentar os resultados obtidos, mas sim detalhar e fundamentar todas as razões que levaram à melhora ou à piora nos resultados de seus negócios. Com isso, os investidores podem compreender e julgar as estratégias tomadas pela administração da companhia que levaram aos resultados obtidos e, por conseguinte, ter elementos para saber o que esperar do desempenho futuro da emissora.

As informações presentes no prospecto da oferta (e consequentemente no formulário de referência) devem representar todas as informações necessárias para a tomada de decisão de investimento fundamentada pelos investidores que adquirem valores mobiliários na oferta no Brasil. Contudo, dado que as ofertas de ações usualmente são objeto de esforços de venda ou efetivamente distribuídas também no exterior, o documento que faz as vezes do prospecto brasileiro na oferta estrangeira é o chamado *Offering Memorandum* ou *Offering Circular*, na hipótese de a oferta não ser registrada junto a órgão regulador estrangeiro, ou ainda *Prospectus*, na hipótese de a oferta ser registrada na *Securities and Exchange Commission*, dos Estados Unidos da América, que, em ambos os casos, representam o prospecto internacional da oferta. Uma vez que não pode haver assimetria de informações, as quais deverão ser sempre substancialmente as mesmas tanto no prospecto brasileiro quanto no prospecto internacional, esse último deverá trazer o mesmo conteúdo das informações que forem prestadas para o mercado brasileiro, para que haja equivalência das informações apresentadas aos diferentes públicos investidores, tanto no Brasil quanto no exterior, em todos os seus aspectos relevantes.

21.4.2. “Legal due diligence” e processos de “back up” e “circle up” para validação pelo coordenador líder da veracidade, consistência e suficiência das informações prestadas nos documentos da oferta

Conforme disposto no artigo 56, parágrafo 1º, da Instrução CVM nº 400, o coordenador líder é responsável por tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que (i) as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes; e (ii) as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, que venham a integrar o prospecto, sejam suficientes³⁸. Essas informações

38 Vide Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/10276 (decisão do Colegiado de 04/10/2016, e sessão de julgamento de 11/07/2017), RJ 2014/9034 (decisão do Colegiado de 21/07/2015), e Processos Administrativos CVM nº RJ 2014/7742 (decisão do Colegiado de 05/05/2015), RJ 2013/4432 (decisão do Colegiado de 19/11/2013) e RJ 2012/7765 (decisão do Colegiado de 19/02/2013), que discutiram o descumprimento do dever de diligência quanto às informações prestadas aos investidores, conforme previsto no artigo 56, §1º da Instrução CVM 400, gerando penalidades às instituições infratoras.

deverão ser aquelas suficientes para permitir aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.

Assim, para assegurar a presença de informações nesses termos ao longo do prospecto, os coordenadores devem obrigatoriamente conduzir um processo de *due diligence*, em que será verificada a veracidade e consistência das informações presentes nos documentos da oferta. Essa verificação é feita não apenas no que diz respeito aos aspectos jurídicos envolvendo a companhia (legal *due diligence*), mas também com relação aos seus negócios (business *due diligence*).

Dependendo do ramo de negócios do emissor, a condução de um processo de business *due diligence* pode ocorrer *in loco*, em que representantes dos coordenadores e advogados da operação irão conhecer a forma de operacionalização dos negócios da companhia, linhas de produção, forma de prestação de serviços, etc., como também pode ocorrer com base em apresentações feitas pelos administradores da companhia aos coordenadores e ao time de advogados, esclarecendo dúvidas e respondendo a perguntas que permitam compreender todas as etapas do processo.

Já a condução de um processo de legal *due diligence* demanda a contratação de escritórios de advocacia capacitados para analisar todos os diversos ramos do direito, necessários para uma análise completa e meticulosa das questões legais envolvendo a companhia e seus negócios, como questões ambientais, regulatórias, trabalhistas, cíveis, tributárias, societárias, contratos comerciais e financeiros, entre outras. Nessa fase, os escritórios de advocacia envolvidos (em geral quatro escritórios para operações globais – sendo dois voltados para aspectos da legislação brasileira e dois voltados para questões de direito estrangeiro – ou dois escritórios para operações puramente locais – sendo um assessorando a companhia e outro assessorando os bancos coordenadores) enviam uma lista de legal *due diligence* em que solicitam uma extensa relação de documentos da companhia (como contratos financeiros, certidões judiciais, cópias de processos, documentos societários, alvarás e quaisquer instrumentos para analisar a regularidade de seus negócios, relação de empregados e acordos com sindicatos, etc.). Dado que na maioria das vezes os documentos solicitados são referentes não apenas à companhia emissora, mas também a outras sociedades de seu grupo econômico, como controladores, controladas e coligadas, esse processo pode ser bastante complexo para a companhia que, por vezes, precisa realizar um grande esforço para conseguir levantar em tempo hábil todos os documentos e informações solicitadas pelos escritórios envolvidos, a fim de atender as exigências feitas na lista de *due diligence*.

Após o levantamento desses documentos, que passam a ser disponibilizados fisicamente ou de forma eletrônica em data rooms virtuais, os advogados envolvidos analisam profundamente tudo o que foi levantado para compreender a real situação jurídica da companhia, de suas operações, financiamentos, contratações, empregados, processos judiciais e administrativos relevantes, etc. O resultado dessa análise refletirá em alterações nas redações do prospecto e do formulário de referência para que

indiquem e detalhem as informações necessárias ao investidor.

Como resultado desses processos de legal due diligence das informações existentes nos prospectos e formulário de referência, os escritórios de advocacia envolvidos emitem, cada qual individualmente, um parecer legal para os bancos coordenadores da oferta, denominado *legal opinion*. A legal opinion é um dos documentos que dará a segurança aos bancos coordenadores de que esses atenderam ao requisito do parágrafo 1º do artigo 56 da Instrução CVM nº 400.

Contudo, algumas informações indicadas nos prospectos não podem ser validadas através de uma análise quanto aos aspectos jurídicos dos documentos solicitados na lista de *due diligence*. São informações de natureza não contábil, em geral relacionadas a dados operacionais da companhia, afirmações sobre o market share que ela possui em seus mercados de atuação, dados de natureza econômica, estudos e informações técnicas, etc. Para garantir a veracidade dessas informações, faz-se necessária a condução de um outro processo em paralelo denominado back up. Por esse processo, os advogados enviam uma lista fazendo referência expressa a diversos trechos dos prospectos e anexos formulários de referência e solicitam que a companhia forneça documentos adicionais que possam comprovar a veracidade das informações ali apresentadas. A forma de atendimento dessas solicitações dependerá do tipo de informação indicada nos prospectos, podendo ser por meio de estudos feitos por empresas independentes, dados provenientes de fontes governamentais ou mesmo relatórios internos gerenciais, entre outros. Os documentos comprobatórios dessas informações serão organizados e reunidos em um dossiê único que será fornecido aos bancos coordenadores, que manterão esse material em arquivo para demonstrar, se necessário, que atenderam ao requisito do parágrafo 1º do artigo 56 da Instrução CVM nº 400.

Porém, as informações de natureza contábil e financeira somente podem ser verificadas por auditores. Dessa forma, os auditores independentes contratados para assessorar o emissor na oferta exercem um papel de grande importância ao verificarem se todos os números e dados contábeis e financeiros indicados nos prospectos são extraídos ou derivados daqueles presentes nas demonstrações financeiras e informações financeiras trimestrais da companhia emissora. Essa verificação é feita pelos auditores independentes e baseada em um processo denominado *circle up*. Da mesma forma como ocorre com o processo de *back up* para informações não contábeis, no processo de *circle up* os advogados dos bancos enviam uma outra lista, nesse caso direcionada aos auditores independentes, fazendo referência expressa a diversos trechos e números contábeis indicados nos prospectos e formulário de referência, solicitando que esses auditores deem conforto quanto aos dados ali apresentados, de forma a garantir a veracidade das informações. Com base nessa solicitação e análise, a redação dos documentos pode vir a ser alterada pelos auditores para assegurar que todos os dados contábeis sejam fiéis à realidade contábil e financeira da companhia, conforme presente nas demonstrações financeiras e informações financeiras trimestrais.

Como resultado desse processo de circle up, os auditores independentes emitem, cada qual individualmente, com relação às informações contábeis e financeiras relacionadas ao respectivo exercício social e trimestres de sua responsabilidade, uma “carta conforto” ou comfort letter³⁹ para os bancos coordenadores da oferta, por meio da qual atestam que as informações contábeis prestadas no prospecto e formulário de referência derivam direta ou indiretamente dos registros e peças contábeis do emissor.

Assim, os bancos coordenadores, cada qual de posse de uma via da legal opinion de cada escritório de advocacia envolvido na oferta, do dossiê de back up e, ainda, de uma via da carta conforto emitida por cada auditor independente, podem comprovar que agiram com elevados padrões de diligência para assegurar que todas as informações existentes nos prospectos e formulário de referência eram verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para permitir uma decisão fundamentada de investimento por cada investidor.

21.5. Período de Silêncio

O artigo 48, em especial os incisos I e IV, da Instrução CVM nº 400, prevê o conceito do chamado “período de silêncio”, ou quiet period, conforme o direito norte-americano. Em que pese não haja a previsão expressa desse termo na regulamentação nem brasileira e nem na norte-americana, o conceito previsto no referido artigo contempla a definição dessa expressão que se resume a limitações na revelação de informações relativas à oferta para terceiros ou utilização dessas informações reservadas apenas para os fins da oferta, bem como restrições quanto a manifestações na mídia sobre a oferta ou o ofertante até a divulgação do anúncio de encerramento⁴⁰.

Essas restrições visam a garantir que não haja um condicionamento do mercado e que haja um tratamento equitativo na disseminação de informações sobre o ofertante, permitindo que todos os investidores recebam exatamente as mesmas informações sobre a oferta, com qualidade, transparência e igualdade de acesso a essas, não sendo assim estimulados a aderir à oferta por força de informações divulgadas em outros meios que não o prospecto. Vale destacar que as regras referentes ao período de silêncio são aplicáveis à emissora, acionista vendedor, instituições intermediárias (bancos coordenadores) e quaisquer pessoas que estejam trabalhando ou assessorando na oferta.

³⁹ Anteriormente regulada pela revogada norma contábil NPA 12 emitida pelo Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – IBRACON, o qual deixou de emitir pronunciamentos contábeis, a carta conforto atualmente deve observar os procedimentos indicados pela norma de contabilidade CTA 23, de 15 de maio de 2015, emitida pelo Conselho Federal de Contabilidade.

⁴⁰ Vide Processos Administrativos CVM nº RJ 2014/13043 (decisão do Colegiado de 24/03/2015), RJ 2014/3427 (decisão do Colegiado de 18/11/2014), RJ 2011/9734 (decisão do Colegiado de 19/10/2011) e RJ 2011/5750 (decisão do Colegiado de 02/08/2011), e Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ 2016/2965 (julgado em 21/06/2017), RJ 2014/2046 (decisão do Colegiado de 16/12/2014), e RJ 2009/0485 (decisão do Colegiado de 08/12/2009), que discutiram a veiculação de matérias na mídia no contexto de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, e possível infração ao disposto no artigo 48, inciso IV da Instrução CVM 400.

Exceto com relação a manifestações na mídia, o período de silêncio se inicia desde que a oferta foi decidida ou projetada. Especificamente com relação a manifestações na mídia, o período de silêncio se inicia a partir do 60º dia que antecede o protocolo, na CVM, do pedido de registro de oferta ou desde que a oferta foi decidida ou projetada, o que ocorrer por último. Já para os bancos coordenadores, o período de silêncio se inicia no momento da contratação destes.

O início do período de silêncio pode, portanto, ser menor caso o ofertante inicie o planejamento ou os trabalhos da oferta em prazo inferior aos 60 dias anteriores ao protocolo na CVM do pedido de registro da oferta, hipótese em que a companhia e/ou o ofertante devem reunir registros que possam comprovar o momento do efetivo início do planejamento ou da decisão de realizar a oferta. A data em que a carta-mandato é assinada entre o ofertante e os bancos coordenadores, por exemplo, pode ser um elemento de comprovação de início dos trabalhos. Nesse sentido, companhias que frequentemente acessam o mercado por meio de emissões de valores mobiliários com registro na CVM, que demandam a elaboração de documentos extensos e complexos, podem ter maior celeridade nessa tomada de decisão por terem condições de planejar e preparar uma emissão em um intervalo de tempo reduzido e, consequentemente, podem ser beneficiadas pela postergação do início do período de silêncio.

Não obstante a limitação de prazo para o período de silêncio para as manifestações na mídia, desde que a oferta foi decidida ou projetada e até que ela seja divulgada ao mercado, todos os envolvidos devem se limitar à revelação de informações acerca da oferta ao que for necessário para os objetivos desta, advertindo sempre os destinatários para o caráter reservado delas, e utilizar as informações reservadas exclusivamente para a preparação da oferta. Ademais, a revelação ao mercado (seja por força do protocolo do pedido de registro perante a CVM ou a ANBIMA, divulgação de fato relevante etc) não interrompe o período de silêncio, o qual continua em curso. Assim, quaisquer informações sobre a companhia e a oferta só podem ser obtidas com base no prospecto preliminar quando do lançamento da oferta, o qual possui o disclosure adequado ao garantir que haja uma visão completa sobre a companhia, equilibrada e sóbria, tanto dos pontos favoráveis quanto dos desfavoráveis⁴¹. Do contrário, qualquer outra informação parcial, mesmo que extraída integralmente do prospecto, poderia transmitir uma visão incompleta da companhia, destacando apenas seus pontos favoráveis e representando quebra ao período de silêncio.

É importante frisar que o término do período de silêncio somente ocorre com a divulgação ao mercado do anúncio de encerramento da oferta. Portanto, nenhum outro momento interromperá ou colocará fim ao período de silêncio senão a divulgação do

41 A minuta de prospecto, pendente de análise pela CVM ou ANBIMA, não é o documento a ser considerado por quaisquer investidores para fins de uma tomada de decisão de investimento, mas sim unicamente o prospecto preliminar, divulgado após o aviso ao mercado e lançamento da oferta. Assim, conforme o Ofício-Circular Nº 2/2019/CVM/SRE, item 38.5, a minuta de prospecto pendente de análise pela CVM ou ANBIMA não deve estar disponível nos sites do emissor ou ofertante dos valores mobiliários, nem nos sites das instituições intermediárias.

referido anúncio. Assim, situações como a cerimônia com o “toque da campainha” na bolsa de valores, que ocorre no dia de início de negociação dos valores mobiliários objeto da oferta (e, portanto, após o *roadshow*, *bookbuilding*, precificação, registro da oferta na CVM e divulgação do anúncio de início), não marca o fim do período de silêncio. Isso se justifica pois ainda há um período para o exercício da opção de lote suplementar (*greenshoe*), e qualquer comunicado ou informação nesse período pode condicionar investidores e o mercado em geral, influenciando imediatamente no preço dos valores mobiliários e impactando diretamente na decisão quanto ao exercício da opção de *greenshoe*, com consequente aumento da oferta e uma eventual vantagem indevida caso se entenda que esse aumento da oferta foi provocado de forma inadequada.

Dessa forma, no dia da solenidade de lançamento dos papéis da oferta na bolsa e em qualquer momento posterior, qualquer discurso dos diretores ou de terceiros, ou ainda entrevista que seja concedida, deverá sempre ser feita com total cautela, em linguagem moderada, serena e alinhada com todas as informações divulgadas durante o *roadshow* e no prospecto, sem quaisquer menções ao sucesso e à demanda da oferta. Somente após ter sido feita a divulgação do anúncio de encerramento é que termina o período de silêncio.

A quebra do período de silêncio, em desatenção aos cuidados que devem ser tomados durante toda a oferta, pode ensejar penalidades à administração, à ofertante e à companhia, bem como prejuízos diretos à oferta propriamente dita. No que diz respeito à oferta, a quebra do período de silêncio pode gerar desde a suspensão da oferta, até a necessidade de divulgação de comunicados ao mercado ou de apresentação de novo prospecto contendo ajustes para, eventualmente, contemplar as informações divulgadas e ainda concedendo prazo para desistência dos investidores de varejo que já tiverem aderido à oferta. Todo esse eventual processo decorrente da quebra do período de silêncio pode, ao final, impedir que o ofertante realize a oferta numa determinada janela de mercado (momento com maior receptividade de investidores e com maior possibilidade de sucesso na distribuição), prejudicando assim o cronograma de liquidação originalmente estimado pela companhia e a possibilidade de honrar tempestivamente os compromissos financeiros assumidos. Com relação aos demais (administração, ofertante, companhia e quaisquer outros responsáveis envolvidos), o descumprimento das regras de período de silêncio pode ensejar também a imposição de multas pecuniárias ou o pagamento de quantias significativas no contexto da celebração de termos de compromisso com a CVM.

Nos últimos anos, vários processos administrativos foram instaurados pela CVM para apurar alegadas quebras de período de silêncio. De 2008 até 2018, a maioria das infrações relacionadas à inobservância do período de silêncio ocorreram devido a declarações por parte dos principais envolvidos naquelas ofertas – tanto declarações no dia da cerimônia de início de negociação dos valores mobiliários objeto da oferta na bolsa de valores quanto em notícias veiculadas em jornais ou outros meios de comunicação

em outros momentos da oferta. Os processos administrativos sancionadores pela CVM resultaram, em geral, na celebração de termos de compromisso, que consistem em acordos com valor pecuniário que têm como efeito encerrar tais processos sem julgamento. Adicionalmente, algumas ofertas foram suspensas ou obrigaram a apresentação de novo prospecto com abertura de prazo para a desistência da adesão pelos investidores de varejo, com consequente impacto no cronograma da operação ou mesmo com a perda da janela de mercado⁴².

Vale destacar que o fato de uma ofertante estar em período de silêncio não significa que ela esteja impedida de fazer toda e qualquer tipo de manifestação pública ou divulgação de informações durante o processo da oferta. Divulgações consideradas obrigatórias, como aquelas referentes a fatos relevantes ou envio de informações periódicas à CVM, via sistema IPE, por exigência regulamentar, devem ser mantidas. A não divulgação dessas informações obrigatórias pode gerar penalidades à companhia por descumprimento normativo ou ainda influenciar o mercado caso essas informações, aguardadas normalmente pelos investidores, deixem de ser divulgadas.

Deve-se também considerar que certos ofertantes possuem práticas habituais de comunicação com o mercado no curso de suas atividades. Essas práticas poderão ser mantidas, sempre se tomando cuidado para que essas comunicações não versem sobre a oferta, suas características, e que todas as referências à companhia sejam em linguagem serena e moderada, de forma consistente com a prática passada e não tenham o objetivo de influenciar investidores na sua decisão de aderir à oferta.

Isso significa, por exemplo, que são permitidas as realizações de teleconferências sobre divulgação de resultados, desde que sejam usualmente realizadas. Já outros ofertantes, em função da natureza dos seus negócios, possuem práticas de propaganda de seus produtos e serviços, e podem se sentir impedidos de divulgá-los durante esse período. Contudo, caso essa seja uma prática anterior e que diga respeito unicamente a questões comerciais e operacionais, justifica-se que seja mantida a veiculação regular para garantir a normal condução dos negócios da companhia. Nesse sentido, recomenda-se que a companhia mantenha registros e comprovações dos últimos anos que atestem a habitualidade e o teor das divulgações anteriormente realizadas, de forma a ter condições de demonstrar à CVM, se questionada, que não houve alteração na frequência ou na natureza do conteúdo por conta da realização da oferta, para que a CVM não considere essas comunicações como marketing inadequado da companhia no contexto da oferta.

Durante o período de silêncio, a companhia ofertante não deve solicitar oportunidades para realizar palestras, mas, caso venha a receber convites desta natureza, deve entrar em contato com seus assessores legais para avaliar se poderá aceitá-los e, nesse caso, quais cuidados deve tomar. Ademais, caso tome conhecimento de qualquer reportagem

42 Levantamento feito com base em informações públicas disponíveis em decisões do Colegiado e julgamentos da CVM entre 2008 e 2018.

na mídia contendo uma informação imprecisa ou inconsistente, a companhia deve avaliar a conveniência de realizar uma divulgação imediata de comunicado ao mercado, esclarecendo ao público acerca dos desvios em relação ao prospecto e reforçando que quaisquer decisões se baseiem apenas no conteúdo do prospecto. É importante frisar que, não obstante haja qualquer divulgação de comunicado ao mercado ou fato relevante com essa orientação, essa medida pode ser insuficiente para sanar a quebra do período de silêncio.

Por fim, caso haja um evento novo durante esse período, não divulgado no prospecto e que possa ter impacto sobre a decisão de investimento, deve haver uma divulgação imediata de fato relevante alertando a respeito, eventualmente com divulgação de novo prospecto contendo a referida informação, se necessário. A possibilidade da ocorrência desse novo evento, se não estiver prevista no prospecto, em todos os seus aspectos relevantes, e a depender das características específicas da oferta, especialmente da existência de oferta ao varejo, poderá impactar o cronograma da operação, pois a regulamentação exige que os investidores tenham um prazo adicional para análise da nova informação e do seu interesse em manter a adesão à oferta.

Importante reiterar que as regras de período de silêncio aplicam-se igualmente às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, nos termos do artigo 12 da Instrução CVM nº 476, as quais são dispensadas de registro na CVM. A Autarquia, com a recente reforma da Instrução que obriga a divulgação do comunicado de início da oferta, terá melhores condições de verificar e fiscalizar a eventual quebra de período de silêncio, pois será formalmente informada de que a oferta está em curso no prazo de cinco dias úteis contados da primeira procura a potenciais investidores, nos termos no artigo 7º-A da referida Instrução.

21.6. Restrições à Negociação de Ações Durante a Oferta

O artigo 48, inciso II, da Instrução CVM nº 400, prevê regras relacionadas a restrições à negociação com (i) valores mobiliários do mesmo emissor e da mesma espécie daquele objeto da oferta pública em curso, ou (ii) valores mobiliários conversíveis ou permutáveis por aqueles da alínea “i” anterior, ou (iii) valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável. O intuito dessas restrições, ao proibir tais atividades até a divulgação do anúncio de encerramento, é garantir que não haja uma manipulação do preço do valor mobiliário ofertado e que não se gere uma eventual vantagem indevida aos participantes da oferta.

As restrições previstas no referido inciso são aplicáveis à emissora, ao ofertante, às instituições intermediárias da oferta (bancos coordenadores), e às pessoas que com estes estejam trabalhando ou assessorando de qualquer forma, sendo que, por força do

parágrafo 2º do artigo 48, essas restrições também são aplicáveis às empresas do mesmo grupo financeiro das instituições participantes da oferta, ou seja, suas controladas, controladores e sociedades sob o mesmo controle, que atuem no mercado financeiro.

Contudo, a regra geral de restrições, prevista no caput do inciso em questão, possui uma série de exceções consideradas importantes para garantir o curso normal das atividades usuais das instituições intermediárias e demais participantes, uma vez que a CVM entende que tais atividades (previstas no rol de exceções) não impactariam no desempenho do valor mobiliário objeto da oferta e, assim, não gerariam uma eventual vantagem indevida. Assim, o referido inciso II do artigo 48 da Instrução CVM 400 foi alterado pela Instrução da CVM nº 482, de 5 de abril de 2010, pela Instrução da CVM nº 533, de 24 de abril de 2013 e pela Instrução da CVM nº 548, de 6 de maio de 2014. Referidas instruções ampliaram o rol de exceções à regra geral, conforme abordado a seguir⁴³, como resultado da experiência acumulada pela CVM na aplicação das regras de restrições à negociação previstas no artigo 48, inciso II, da Instrução CVM nº 400.

A primeira exceção, prevista na alínea “a” do inciso II, diz respeito às atividades de estabilização. Essa previsão já constava na redação original da Instrução CVM nº 400 e permite que as operações de compra e venda dos valores mobiliários durante a oferta no contexto do plano de estabilização aprovado pela CVM sejam realizadas sem infringir a regra geral de restrições a negociações.

A exceção da alínea “b”, também prevista originalmente na Instrução CVM nº 400, permite que sejam realizadas alienações, totais ou parciais, de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme. Assim, da mesma forma como previsto em outra exceção a ser abordada na sequência, esta garante que as instituições intermediárias possam se desfazer de valores mobiliários adquiridos ao honrar o compromisso de garantia firme, permitindo que

43 Instrução CVM nº 400, artigo 48, II:

“Artigo 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM:

(...)

II – abster-se de negociar, até a divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários do mesmo emissor e espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável, salvo nas hipóteses de:

- a) execução de plano de estabilização devidamente aprovado pela CVM;
- b) alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme;
- c) negociação por conta e ordem de terceiros;
- d) operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários;
- e) operações destinadas a proteger posições assumidas em derivativos contratados com terceiros;
- f) operações realizadas como formador de mercado, nos termos da regulamentação aplicável;
- g) administração discricionária de carteira de terceiros;
- h) aquisição de valores mobiliários solicitada por clientes com o fim de prover liquidez, bem como a alienação dos valores mobiliários assim adquiridos;
- i) arbitragem entre: (1) valores mobiliários e seus certificados de depósito; ou (2) índice de mercado e contrato futuro nele referenciado; e
- j) operações destinadas a cumprir obrigações assumidas antes do início do período de vedação decorrentes de: (1) em-préstimos de valores mobiliários; (2) exercício de opções de compra ou venda por terceiros; ou (3) contratos de compra e venda a termo.”

possam melhor administrar os possíveis riscos assumidos nessa aquisição.

A alínea “c”, também tendo redação original da Instrução CVM nº 400, trata da possibilidade de negociação com os valores mobiliários por conta e ordem de terceiros. Isso permite que, por exemplo, as instituições intermediárias atuantes em uma oferta também possam prestar serviços aos seus clientes que desejam adquirir os valores mobiliários indicados no caput do inciso II, mesmo enquanto ainda não tenha sido divulgado o anúncio de encerramento.

Por sua vez, a alínea “d” diz respeito às operações destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários. Tal exceção também traz sua redação original da Instrução CVM nº 400 e permite que as instituições intermediárias continuem prestando serviços aos seus clientes, em que pese estejam atuando numa determinada oferta, dado que as operações indicadas na referida alínea não estão vinculadas especificamente ao valor mobiliário objeto da oferta e, com isso, não manipulariam o preço daquele.

Já a alínea “e”, que diz respeito a operações destinadas a proteger posições assumidas em derivativos contratados com terceiros, surgiu no contexto da Audiência Pública SDM nº 01/2009, tendo sido posteriormente alterada para uma redação mais abrangente no contexto da Audiência Pública SDM nº 07/2012. Uma vez que as instituições intermediárias assumem uma exposição perante terceiro, com a obrigação, por exemplo, de transferir para esse terceiro a valorização e os resultados de uma determinada posição em algum ativo, faz-se necessário um hedge como proteção dessa exposição, através da assunção de posições no ativo em referência. Assim, tal hedge seria apenas uma operação que busca excluir qualquer risco da instituição financeira em relação à variação de preço do ativo referenciado no contrato de derivativo do qual é parte, não causando manipulação de preço do valor mobiliário da oferta pública em curso.

Da mesma forma, a alínea “f” também surgiu e foi alterada no contexto das duas audiências públicas anteriormente citadas, e possibilita que as instituições intermediárias realizem operações relacionadas à atividade de formador de mercado.

Em que pese essa possibilidade não constasse na redação original da Instrução CVM nº 400, tal inclusão buscou apenas consolidar o entendimento que se firmou em decisão do Colegiado da CVM⁴⁴, uma vez que já se considerava possível que as instituições intermediárias da oferta pública pudessem desenvolver suas atividades de formador de mercado durante a realização da oferta⁴⁵. Importante ressaltar que a atual redação permite não só as operações de formador de mercado realizadas no Brasil, mas também aquelas realizadas no exterior, desde que exista regulamentação e

44 Vide Processo Administrativo CVM nº RJ 2004/5768 (decisão do Colegiado de 25/10/2004).

45 Vide Processo Administrativo CVM nº RJ 2013/6775 (decisão do Colegiado de 15/10/2013), que discutiu certas operações relacionadas à atividade de formador de mercado que contrariam o disposto na Instrução da CVM nº 530, de 22 de novembro de 2012, a qual traz regras de proteção ao processo de formação de preços no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações.

supervisão a respeito na jurisdição estrangeira.

A alínea “g”, que surgiu no contexto da Audiência Pública SDM nº 01/2009 como fruto de comentários feitos pelos participantes, permite que haja a negociação dos valores mobiliários referidos no *caput* do inciso II desde que relacionados à administração discricionária de carteira de terceiros. Com isso, operações realizadas pelas instituições intermediárias em nome de seus clientes, ao atuarem como administradores fiduciários dos recursos de seus clientes, são excepcionadas das restrições da regra geral.

Já as alíneas “h”, “i” e “j” foram propostas recentemente pela CVM no contexto da Audiência Pública SDM nº 07/2012. A alínea “h” visa a permitir as atividades de *client facilitation*, ou seja, atividades feitas pelas instituições intermediárias de provimento de liquidez a seus clientes. Essas operações são exclusivamente solicitadas pelos clientes, em geral investidores com um lote de valores mobiliários relativamente grande e sem liquidez, que buscam uma instituição financeira do sistema de distribuição de valores mobiliários para auxiliar nessa transação. Com isso, a instituição determina um preço pelo lote, ajustado diante do tamanho do lote e liquidez do valor mobiliário, os adquire do investidor e se desfaz em uma ou várias operações.

Por sua vez, a alínea “i” possibilita a atividade de arbitragem, em que um arbitrador busca um lucro imediato devido a uma precificação imprecisa de um determinado ativo (em mercados diferentes ou diante de ativos relacionados) e à natural tendência de correção dessa imprecisão.

Por fim, a alínea “j” permite as operações destinadas a cumprir obrigações assumidas antes do início do período de vedação do *caput*, como operações de empréstimo, exercício de opções de compra ou venda por terceiros, ou contratos de compra e venda a termo. Com isso, a importância dessa exceção é permitir que as instituições intermediárias cumpram obrigações assumidas antes do período de vedação. Caso a instituição intermediária fosse impedida de fazer essa negociação, poderia incorrer em inadimplemento quando do vencimento da operação, prejudicando a contraparte e, eventualmente, refletindo num relativo risco sistêmico para o mercado financeiro.

Vale destacar que as operações realizadas dentro das exceções previstas no referido inciso II deverão constar em relatório a ser elaborado em até 7 dias úteis contados da divulgação do anúncio de encerramento, nos moldes do Anexo XI da Instrução CVM nº 400, e ser guardado pelo prazo de 5 anos (ou superior por determinação da CVM) juntamente com toda a documentação que respalda essas operações.

Além das regras de restrição à negociação previstas no artigo 48 da Instrução CVM nº 400, os regulamentos dos segmentos de governança da B3 também traziam previsão no mesmo sentido para os segmentos do “Novo Mercado”, “Nível 1”, “Nível 2”, “Bovespa Mais” e “Bovespa Mais Nível 2”. Em qualquer um desses segmentos, os acionistas controladores e os administradores (conforme definidos à época nos regulamentos

citados e atualmente em todos eles exceto o do Novo Mercado⁴⁶) de companhia que realizassem a sua primeira oferta pública de distribuição de ações, estavam vedados à negociação com suas ações, nos seis meses subsequentes à divulgação do anúncio de início, não podendo vender e/ou ofertar à venda quaisquer das ações e derivativos destas de que eram titulares imediatamente após a efetivação da distribuição. Adicionalmente, para as companhias listadas nos segmentos “Novo Mercado”, “Nível 1” ou “Nível 2”, os acionistas controladores e os administradores não poderiam, por mais seis meses, vender e/ou ofertar à venda mais do que 40% das ações e derivativos destas de que eram titulares imediatamente após a efetivação da distribuição.

Após a realização da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia listada num dos segmentos diferenciados de governança da B3, e tendo sido ultrapassado os prazos de vedação referidos nos respectivos regulamentos (*lock-up*), não haverá mais a aplicação das restrições desses regulamentos para as ofertas subsequentes de distribuição de ações da companhia em questão. A B3 obteve aprovação das companhias abertas em junho de 2017 de um novo regulamento de “Novo Mercado”, o qual entrou em vigor em 02 de janeiro de 2018, que, dentre diversas inovações, não traz mais os prazos de vedação à negociação anteriormente citado. Assim, os emissores listados no segmento de “Novo Mercado” não tem mais que observar a vedação anteriormente prevista no regulamento da B3, contudo a regra continua valendo para os demais segmentos diferenciados de governança.

Por fim, além das restrições previstas acima, tanto do artigo 48 da Instrução CVM 400 quanto dos regulamentos da B3, as ofertas públicas de distribuição de ações (seja IPO ou oferta subsequente *follow-on*) costumam contar também com acordos celebrados na forma de *lock-up letters*. Em linhas gerais, esses acordos, celebrados com os agentes de colocação internacional (usualmente as entidades internacionais pertencentes ao mesmo grupo econômico dos coordenadores sediados no Brasil), estabelecem que, ressalvadas algumas exceções previstas nessas cartas, a companhia, eventuais acionistas vendedores, e membros do conselho de administração e diretores da companhia, por

46 Os termos abaixo são igualmente definidos em quaisquer dos regulamentos dos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3, seja “Novo Mercado”, “Nível 1”, “Nível 2”, “Bovespa Mais” ou “Bovespa Mais Nível 2”

2.1. Termos Definidos. Neste Regulamento, os termos abaixo, em sua forma plural ou singular, terão os seguintes significados:

“Acionista Controlador” significa o(s) acionista(s) ou o Grupo de Acionistas que exerça(m) o Poder de Controle da Companhia.

“Administradores” significa, quando no singular, os diretores e membros do conselho de administração da Companhia referidos individualmente ou, quando no plural, os diretores e membros do conselho de administração da Companhia referidos conjuntamente.

“Derivativos” significa títulos e valores mobiliários negociados em mercados de liquidação futura ou outros ativos tendo como lastro ou objeto valores mobiliários de emissão da Companhia.

“Grupo de Acionistas” significa o grupo de pessoas: (i) vinculadas por contratos ou acordos de voto de qualquer natureza, seja diretamente ou por meio de sociedades controladas, controladoras ou sob controle comum; ou (ii) entre as quais haja relação de controle; ou (iii) sob controle comum.

“Poder de Controle” significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.

um prazo a contar da divulgação do anúncio de início em geral de 180 dias (para os IPOs) ou de 90 dias (para as ofertas subsequentes *follow-on*), não poderão oferecer, empenhar, anunciar intenção de venda, ou realizar outras operações similares, com relação a quaisquer das ações detidas por essas pessoas quando da assinatura da respectiva *lock-up letter*, nem mesmo celebrar acordo de swap ou outro acordo que transfira a terceiros, no todo ou em parte, quaisquer dos benefícios econômicos da titularidade de ações.

Todas essas restrições, sejam pelo artigo 48 da Instrução CVM nº 400, regulamentos da B3, ou *lock-up letters*, visam a garantir que investidores adquirentes dos valores mobiliários da oferta não sejam prejudicados logo após o início de negociação das ações em bolsa de valores, com volatilidades e potenciais desvalorizações diante de uma venda excessiva de papéis em função do momento de liquidez gerado pela oferta.

22

PREVENÇÃO À LAVAGEM DE DINHEIRO E AO FINANCIAMENTO DO TERRORISMO (PLDFT)

FERNANDO R. DE ALMEIDA PRADO

ESPECIALISTA EM DIREITO EMPRESARIAL (1992) E BACHAREL EM DIREITO (1988) PELA UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE, MEMBRO DO COMITÊ JURÍDICO DA ABBI - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS INTERNACIONAIS (DESDE 1992), MEMBRO DA ISDA - INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (DESDE 2001), SÓCIO DA ÁREA BANCÁRIA, FINANCEIRA E CAMBIAL DE PINHEIRO NETO ADVOGADOS (SÓCIO DESDE 1998).

GUSTAVO LOURENÇO QUITERIO

MESTRE EM DIREITO (LL.M.) COM ESPECIALIZAÇÃO EM GOVERNANÇA CORPORATIVA PELA UNIVERSIDADE DE STANFORD (2012), BACHAREL EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (2004), ASSOCIADO ESTRANGEIRO DE SIDLEY AUSTIN LLP, NOVA YORK (2012-2013), ADVOGADO SÊNIOR DA ÁREA SOCIETÁRIA DE BARBOSA MÜSSNICH ARAGÃO ADVOGADOS.

22.1. Introdução, Aspectos Conceituais e Históricos

Lavagem de dinheiro é processo, ato ou sequência de atos praticados com o objetivo de mascarar a origem ilícita ou criminosa de recursos, bens, valores ou direitos, por meio da utilização de subterfúgios, artifícios e técnicas de ocultação de natureza, localização, disposição, movimentação ou propriedade, com o intuito de reinseri-los no sistema econômico formal, como se lícitos fossem, minimizando assim ao máximo a possibilidade de rastreamento e identificação de sua verdadeira origem delitiva.

Como se pode imaginar, há diversas versões que explicam a origem do termo *lavagem de dinheiro*, ou *money laundering*. O termo teria sido originalmente utilizado por autoridades norte-americanas, durante o período de vigência de sua Lei Seca, nos anos 20 e 30 do século XX, para descrever um dos métodos usados pela máfia daquele país¹ para justificar a origem de recursos ilícitos: a exploração de máquinas de lavar roupas automáticas².

No contexto jornalístico, a expressão foi utilizada originalmente pelo jornal britânico *The Guardian*, ao cobrir o escândalo envolvendo o então presidente norte-americano Richard Nixon, o *Watergate*, em 1973. Buscando angariar fundos para sua reeleição, o comitê de campanha de Nixon fez movimentações financeiras para o México, com o objetivo de ocultar a natureza ilícita dos recursos.

A expressão foi utilizada no contexto judicial pela primeira vez nos Estados Unidos em 1982, em um processo envolvendo suposta lavagem de recursos provenientes de tráfico de cocaína colombiana, tendo se popularizado ao redor do mundo desde então³.

De fato, foi a partir dos anos 80 do século XX que o fenômeno da lavagem de dinheiro ganhou especial atenção na esfera internacional, quando o crime organizado, particularmente seu braço ligado ao tráfico de drogas, passou a demonstrar

1 “O lendário mafioso Alphonse Capone (1899-1947), que controlou durante muitos anos o crime organizado na região de Chicago, nos Estados Unidos, teria provocado a criação do termo *money laundering* ao adquirir uma cadeia de lavanderias automáticas, da marca *Sanitary Cleaning Shops*, como canal para legitimar a procedência dos recursos ilícitos. Essa fachada permitia-lhe fazer depósitos bancários em notas de baixo valor, normais para a atividade, misturadas com aquelas resultantes do comércio ilegal de bebidas alcoólicas, da exploração da prostituição, do jogo ilegal e da extorsão”. RIZZO, Maria Balbina Martins De. *Prevenção à lavagem de dinheiro nas instituições do mercado financeiro*. São Paulo: Trevisan Editora, 2013, p. 34.

2 BADARÓ, Gustavo Henrique. BOTTINI, Pierpaolo Cruz. *Lavagem de dinheiro: aspectos penais e processuais penais: comentários à Lei 9.613/1998, com as alterações da Lei 12.683/2012*. 3ª Ed, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 29.

3 “É certo que essa terminologia não é mundialmente uniforme. Na França e Bélgica fala-se em *blanchiment d'argent*; na Espanha, *blanqueo de capitales* ou *blanqueo de dinero*; em Portugal, *branqueamento de dinheiro*. Enquanto no direito destes países a denominação leva em conta o resultado da ação (tornar limpo, branquear o dinheiro), noutras legislações predominou o verbo indicativo da natureza da ação praticada (lavar). É assim no direito anglo-saxão, *money laundering*; na Argentina, *lavado de dinero*; na Itália, *riciclaggio di denaro*”.

sua incrível força e sofisticação. Tornou-se cada vez mais clara a organização complexa das atividades criminosas, que utilizavam estruturas análogas a grandes conglomerados empresariais transnacionais, com descentralização de setores, delegação de responsabilidades e estabelecimento de ordens hierárquicas impessoais que desafiavam os mecanismos tradicionais de repressão. Mais uma vez, tal como uma empreitada legítima, a acumulação de capital fruto das atividades criminosas organizadas permitia o reinvestimento de parte dos lucros para ampliar ainda mais a sofisticação e complexidade das estruturas utilizadas, de forma claramente mais dinâmica do que o desenvolvimento das normas e capacidade investigatória das autoridades globais.

Como consequência, notou-se que o dinheiro era o aspecto central das organizações criminosas, cujos membros são comumente substituíveis. A tática mais efetiva, portanto, além de passar pelo encarceramento de seus membros, exigia habilidade de rastreamento dos recursos (*follow the money*⁴) e seu confisco. Uma vez que as organizações criminosas empregavam artifícios de lavagem de dinheiro para conferir caráter aparentemente legítimo a seu capital, o combate à lavagem passou a figurar como principal elemento de política criminal de combate ao crime organizado. Com o passar do tempo, foram surgindo unidades de inteligência financeira dedicadas à tarefa de rastreamento, amparadas por legislação e normas tipificando criminalmente atividades de ocultação de bens e direito. O desenvolvimento tecnológico contribuiu, fazendo com que o aparato estatal passasse a valer-se da análise de informações e dados para o combate ao crime organizado.

Pois bem, este dinheiro *sujo*⁵, fruto da lavagem, passa a fazer parte de um círculo vicioso, na medida em que é oriundo de uma atividade ilícita ou criminosa e financia a prática de crime seguinte, por meio de estruturas complexas e cada vez mais globalizadas. Com efeito, organizações criminosas sofisticadas não reconhecem fronteiras e direcionam suas atividades para jurisdições que percebem como ineficientes, em alguma medida, para coibir a prática de seus crimes e ilícitos.

A globalização funciona como importante fator nessa equação, permitindo o fluxo ininterrupto de recursos pelo mundo, com eficiência tecnológica notável. No mundo todo são movimentadas cerca de 33,23 milhões de transferências eletrônicas de fundos, pela plataforma SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*), sistema mundial de comunicações interbancárias, conforme média observada em

4 “Foi também durante o escândalo *Watergate* que surgiu a máxima *follow the money*, orientação que o então informante misterioso chamado ‘Garganta Profunda’ (que só teve sua identidade revelada em 2005) deu ao repórter Bob Woodward, do *Washington Post*, para descobrir a participação efetiva do governo americano no escândalo por meio do rastreamento do dinheiro”. RIZZO, *Idem*, p. 34.

5 “Entre nós, em linguagem popular, costuma-se dizer que há três tipos de dinheiro fora do País: um é o dinheiro quente, que possui origem regular comprovada; outro é o dinheiro frio, não declarado ao governo, visto que *sonegado* geralmente em caixa 2 das empresas; e o terceiro é o chamado dinheiro sujo, cuja origem corresponde ao produto de ilícito penal”. BARROS, Marco Antonio de. *Idem*, p. 45.

abril de 2019⁶. O Fundo Monetário Internacional (FMI) estimou que a quantidade de dinheiro objeto de lavagem anualmente poderia variar entre 2% e 5% do Produto Interno Bruto (PIB) mundial. Utilizando-se dados disponibilizados pelo Banco Mundial que indicam um PIB mundial de aproximadamente US\$ 80,935 trilhões em 2017⁷, teríamos um assustador valor entre US\$ 1,62 e US\$ 4,04 trilhões anuais objeto de lavagem, que plenamente se beneficiam da estrutura financeira tecnológica mundial, em pleno e exponencial desenvolvimento. No entanto, importante reconhecer que o mesmo caráter global, dinâmico e tecnológico que facilita a disseminação dos recursos ilícitos dificulta sua mensuração precisa.

Dentro deste contexto, tornou-se essencial a criação de mecanismos de cooperação internacional, além de um esforço de uniformização de legislações nacionais, para tornar efetivas as medidas de combate às organizações criminosas, pulverizadas pelo globo. Convenções e tratados foram assinados, com o objetivo de disseminar recomendações e estratégias para a repressão e prevenção à lavagem de dinheiro, dentre os quais destacam-se a Convenção de Viena (1998), de Palermo (2000) e Mérida (2003). De forma consistente, jurisdições adaptaram suas regras nacionais para facilitar a cooperação internacional, troca de informações e disponibilização de dados.

Em 1998, o Brasil aprovou seu primeiro marco legal de criminalização da lavagem de dinheiro, em consonância com as obrigações que assumiu ao tornar-se signatário de importantes convenções internacionais. A Lei de Lavagem de Dinheiro (Lei nº 9.613/98) tipificou criminalmente a conduta de mascaramento, disciplinou a esfera penal processual, estabelecendo também regras de caráter civil e administrativo para prevenir a lavagem, além de criar a unidade de inteligência financeira nacional, o Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF.

Observando recomendações advindas de órgãos internacionais, como o Grupo de Ação Financeira - GAFI (*Groupe d'action financière*), também conhecido como *Financial Action Task Force* - FATF (acrônimo em língua inglesa) - organismo intergovernamental instituído em 1989 por influência do G7, cujo propósito é desenvolver e promover políticas nacionais e internacionais de combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo – o Brasil atualizou seu diploma legal em 2012, por meio da Lei nº 12.683, que introduziu importantes inovações, como a ampliação do âmbito de abrangência típico (incluindo novo e amplo rol de pessoas e entidades obrigadas).

Interessante notar que, no Brasil, a corrupção afigura-se como uma das maiores fontes de recursos ilícitos sujeitos à lavagem de dinheiro. A corrupção desempenha papel significativo nos fluxos desses recursos e representa limitação ao desenvolvimento

6 <https://www.swift.com/about-us/swift-fin-traffic-figures>

7 <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

econômico, ao promover desvio de verbas que deveriam, segundo o orçamento nacional, ser empregadas em projetos para o benefício de toda a população. A corrupção prejudica o meio ambiente, quando permite que empreendedores exerçam atividades danosas sem passar por adequado procedimento de autorização a que todos deveriam estar sujeitos para determinadas indústrias. Prejudica a livre concorrência, quando empresas utilizam vantagens indevidas como verdadeiros benefícios e incentivos para conquistar fatia do mercado, sem correspondente incremento da competição. Prejudica finanças públicas, quando agentes se unem fraudando licitações, superfaturando obras em detrimento dos órgãos públicos. Prejudica o comércio internacional, ao distorcer condições de competitividade em esfera global. Em síntese, a corrupção tem caráter multifacetado⁸.

A corrupção, como um verdadeiro câncer, parece adaptar-se prontamente aos métodos que pretendem combatê-la, caminhando em velocidade maior do que iniciativas e normas para sua prevenção e controle. Particularmente preponderante em países com maior desigualdade social – mas de forma alguma a eles restrita –, a corrupção identifica-se normalmente em situações em que o detentor de poder político, notadamente servidores públicos os mais variados, transformam suas obrigações funcionais em favores pessoais, acreditando que privilégios, imunidades e deferências, que de fato são inerentes aos cargos ocupados, são dirigidos ao ocupante.

Não há falta de normas no Brasil, para lidar com o fenômeno multifacetado da corrupção. Exemplificativamente, o Código Penal já criminaliza inúmeras condutas prejudiciais à Administração Pública, inclusive estrangeira, e a Lei nº 8.429/1992 (Lei de Improbidade Administrativa) já contém diversos dispositivos capazes, se efetivamente aplicados, de coibir a corrupção. A estas normas acrescentou-se, em 2013, a Lei nº 12.846, popularmente conhecida como Lei Anticorrupção, que anda de mãos dadas com a Lei nº 9.613/98, ampliada pela Lei nº 12.683/12, como importantes marcos legais brasileiros para o combate ao fenômeno da lavagem de dinheiro.

22.2. Etapas do Processo de Lavagem de Dinheiro

O processo de lavagem de dinheiro se desenvolve por meio de etapas dinâmicas, que podem ocorrer simultaneamente e nem sempre são claramente definidas. Tradicionalmente, com base em recomendações do GAFI, a doutrina faz referência à série de atos que compõem o processo de lavagem de dinheiro, agrupando-os em três etapas: colocação, dissimulação e integração. Na prática, é comum a sobreposição ao menos parcial dessas fases, sendo difícil identificar o término de uma e o início de outra. De todo modo, a lavagem tem por objetivo final a reintegração dos recursos ao

⁸ SANTOS, José Anacleto Abduch. BERTONCINI, Mateus. COSTÓDIO FILHO, Ubirajara. *Comentários à Lei 12.846/2013: Lei anticorrupção*. 2. Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 21.

sistema econômico formal, mascarando-se sua natureza ilícita. Em outras palavras, as etapas que antecedem à reinserção dos recursos são meios que servem ao propósito ulterior de integração final à economia lícita.

A primeira fase da lavagem de dinheiro é a colocação, também conhecida como *placement*, ocultação ou conversão. Consiste na escamoteação dos ativos ilícitos, buscando-se o distanciamento dos bens, direitos ou valores provenientes do crime, de sua efetiva origem. Para tanto, são utilizadas as mais complexas e sofisticadas ferramentas do sistema financeiro internacional (incluindo bancos, paraísos fiscais, casas de câmbio, investimentos em joias, carros, obras de arte e artigos de luxo, dentre outros), para encobrir a real natureza dos bens, valores e direitos. Os valores podem ser movimentados em fragmentos⁹, para que não chamem a atenção das autoridades, depositados por diversas pessoas, em várias contas, e em um período de tempo suficientemente amplo. Nesta fase, também é utilizada a técnica de misturar recursos lícitos com os ilícitos¹⁰, aumentando ainda mais a dificuldade de identificação de sua origem.

A etapa seguinte é a dissimulação, também conhecida como mascaramento ou *layering*. É a fase da lavagem propriamente dita e consiste no uso de transações comerciais ou financeiras, posteriormente à ocultação, que pelo número ou qualidade¹¹, contribuem para afastar os valores de sua origem criminosa. Nesta fase, a conduta criminosa pretende maquiar a trilha contábil (*paper trail*), quebrando a cadeia de evidências e disfarçando o caminho percorrido pelos ativos provenientes da atividade criminosa antecedente. Assim, há variadas e sucessivas operações e transações econômico-financeiras, nacionais e internacionais (muitas das quais passando pelos chamados paraísos fiscais), por meio de diversas pessoas físicas e jurídicas. Multiplica-se a movimentação dos recursos, em contas que podem ser pulverizadas¹². É também nesta fase que se busca estruturar os recursos originalmente provenientes de atividades ilícitas em novas formas, prontas à sua aplicação em atividades aparentemente legítimas.

A fase final do processo é a integração, em que os ativos são formalmente reincorporados ao sistema econômico, com aparência de licitude. As organizações criminosas investem em empreendimentos que facilitem suas atividades. Vendem bens, imóveis, joias, carros, obras de arte e artigos de luxo, muitas vezes valendo-se dos chamados “laranjas”, para manter o agente no anonimato. Uma prática comum nesta fase consiste no empréstimo de regresso¹³, por meio da simulação de empréstimos por empresas nacionais para empresas de fachada

9 . “Essa técnica é conhecida como *smurfing*, cujo objetivo é driblar o controle dos bancos ao fragmentar os valores depositados a fim de não alcançar o valor que obrigatoriamente deveria ser comunicado às autoridades.” (RIZZO, op. cit., p. 47.)

10 . Técnica conhecida como *commingling*. RIZZO, *Idem*, p. 47.

11 . Técnicas incluem acumulação, controle, circulação, estratificação e transformação.

12 . “São exemplos da dissimulação o envio do dinheiro já convertido em moeda estrangeira para o exterior via cabo para contas de terceiros ou de empresas das quais o agente não seja beneficiário ostensivo, o repasse dos valores convertidos em cheque de viagem ao portador com troca em outro país, as transferências eletrônicas não oficiais, dentre tantas outras”. BADARÓ, Gustavo Henrique. BOTTINI, Pierpaolo Cruz. *Idem*, p.33.

13 . Técnica conhecida como *loanback*. BADARÓ. BOTTINI. Op. cit. p.33.

em paraísos fiscais, com trânsito de recursos ilícitos, já pertencentes ao lavador, que vem a ser proprietário de ambas as empresas.

A legislação brasileira não exige a completude do ciclo exposto acima para a tipicidade da lavagem de dinheiro. Não é necessária a reintegração do capital à economia formal. Basta a etapa de ocultação para a materialidade do crime, incidindo sobre ela a mesma pena aplicável à dissimulação. Como indicado anteriormente, no entanto, todas as etapas são estruturadas como instrumentos que servem à ulterior reintrodução dos bens à economia, e, assim, há um elemento subjetivo que se encontra presente desde a fase inicial. Ainda que o plano objetivo seja suficiente para enquadramento da tipicidade da conduta, na esfera subjetiva sempre será necessária a intenção final de reciclar os bens.

22.3. Técnicas e Tipologia da Lavagem de Dinheiro

Para a realização das etapas acima descritas, tanto o COAF quanto outras unidades de inteligência financeira internacionais identificaram técnicas, resultado da criatividade e capacidade de inovação das organizações criminosas, cada vez mais sofisticadas e amparadas por capital e aparato tecnológico. A seguir, destacamos algumas das principais tipologias da lavagem.

“Laranjas” ou “Testas de Ferro”

Um dos mais comuns mecanismos para a lavagem de dinheiro, particularmente ligado à corrupção, consiste na utilização de “laranjas¹⁴” ou de “testas de ferro”. “Laranjas” são, tecnicamente, interpostas pessoas, que disponibilizam sua identidade ou conta bancária para que outra faça negociações ou implemente negócios ilícitos sem que o agente se exponha diretamente. Algumas vezes, os “laranjas” consentem em emprestar seus nomes e recebem uma compensação financeira (normalmente sem conhecimento da efetiva natureza das operações realizadas em seus nomes). Há ainda os efetivamente ingênuos, pessoas simples, sem capacidade econômica, utilizadas em processos de lavagem, inclusive sem seu conhecimento. Finalmente, há aqueles que, além de emprestar seus nomes e identidades, aliciam outros “laranjas” para participar da empreitada criminosa.

14 . “Há várias versões para explicar a origem do termo. Conta-se que ao lado de uma delegacia de Polícia haveria uma plantação de laranjas para cujo local os ladrões fugiam. Era comum, então, o delegado pedir para ‘pegar o laranja’, ou seja, o fugitivo, na plantação. Outra versão, da década de 70, surgiu com as chamadas ‘pirâmides’, jogo no qual havia uma pessoa que era chamada de ‘limão’ e que deveria aliciar outras dez pessoas para o jogo. As pessoas que faziam o pagamento eram chamadas de ‘laranjas’. Mas, o que tudo indica, a palavra surgiu na gíria do submundo do crime com a finalidade de substituir a expressão ‘testa de ferro’”. BARROS, p. 446.

Idosos e trabalhadores rurais, com pouca escolaridade e discernimento, estão entre os mais assediados por aqueles que precisam esconder seus atos. Alguns jamais saberão que são proprietários de bens como imóveis, barcos e outros artigos de luxo. Documentos perdidos, furtados e falsos também são utilizados, especialmente em casos de fraude a sistemas públicos. E, em grande parte dos casos, os “laranjas” são familiares ou pessoas com relacionamento bem próximo aos criminosos.

“Testa de ferro”, por sua vez, é quem se apresenta como responsável por atos ou negócios de outras pessoas, cuja figura pode ser também encontrada em operações de lavagem.

Agentes Intermediários

“Laranjas” são, por natureza, interpostas pessoas de especial predominância em processos de lavagem de dinheiro, mas há outras formas de utilização de agentes intermediários com o objetivo de mascarar a real identidade dos criminosos. Há operações realizadas por instituições que possuem, elas próprias, negócios considerados lícitos e são vez por outra interpostas em operações que lidam com recursos ilícitos. Dentre os mais comuns, podemos destacar os bancos, corretoras de ações, operadoras de câmbio, companhias de seguros, cassinos e casas de jogos, agências de viagens, corretores imobiliários, serviço dos correios, vendedores de veículos, bancos de investimento, dentre outros.

Postos de combustíveis

Há ramos de atividade em que transações individualmente consideradas têm valores míúdos, tais como padarias, restaurantes, cinemas, lavanderias, churrascarias, entre outros. Todos estes podem, em tese, ser utilizados por agentes da lavagem de dinheiro, mediante fraudes e declarações falsas relacionadas à receita das empresas e aos produtos vendidos diariamente. Desse grupo de empresas, os postos de combustíveis parecem particularmente atraentes, uma vez que, embora as transações individuais não sejam de montante elevado, o volume de negócios diário é suficientemente grande para permitir a movimentação de vastas somas.

Offshore

A rigor, não há qualquer ilícito no fato de empresas realizarem negócios em jurisdições distintas daquelas onde são constituídas. No entanto, com o objetivo de atender aos requisitos e etapas do processo de lavagem de dinheiro anteriormente descritos, há empresas, comumente denominadas de *offshore*, que atuam exclusivamente fora do país em que se organizam. Notadamente, paraísos fiscais permitem que empresas e bancos se estabeleçam formalmente em seu território, sem lá jamais realizarem qualquer atividade econômica de fato.

Uma análise inicial não revelaria traços de crime ou atividade ilícita, posto que tais empresas cumprem as regras e legislação locais, estando registradas nos órgãos competentes das jurisdições em que se constituem. No entanto, esses veículos legais são preponderantemente utilizados como mecanismos para gerir capitais em paraísos fiscais, em que os benefícios podem incluir desde requisitos menores para integralização de capital até regras de governança mais brandas, melhores condições cambiais, incidência de impostos a alíquotas substancialmente inferiores e, particularmente, sigilo bancário e fiscal, acompanhado de legislação societária que permite o anonimato de acionistas e beneficiários finais do investimento. Em síntese, condições ideais para diminuir a rastreabilidade e capacidade de identificação da origem de seus recursos.

Bens e artigos de luxo

Uma das técnicas mais comuns consiste na aquisição de ativos tangíveis, como veículos, barcos, obras de arte, joias, relógios, imóveis, pedras e metais preciosos, por meio de dinheiro em espécie proveniente de atividade ilícita. Os bens assim adquiridos podem ser posteriormente usados como efetiva moeda de troca, tornando-se meio de pagamento para outros serviços ou atividades criminosas¹⁵.

Com efeito, dadas as quantias envolvidas no processo de lavagem, a utilização dessa técnica tem o condão de afetar os mercados desses bens, e artificialmente inflar seus preços, de forma a prejudicar colecionadores ou compradores efetivamente legítimos. Preços de imóveis podem tornar-se tão elevados que pessoas bem-intencionadas passam a não mais poder adquiri-los em muitas cidades do mundo. Leilões são também frequentemente usados, de modo que valores pagos por automóveis raros ou quadros de artistas famosos, por exemplo, passam a atingir patamares injustificáveis, por maior que seja a reputação do pintor ou a qualidade e raridade do carro envolvido.

Empresas de “fachada”

Empresas de “fachada” são aquelas que existem formalmente, e aparentam estar revestidas das formalidades legais necessárias para o ramo de atividade a que se destinam, mas que de fato são dedicadas em grande parte à lavagem de recursos ilícitos. A empresa de fachada pode mesclar recursos lícitos, quando existentes, aos ilícitos, tornando mais difíceis a identificação e o rastreo dos crimes que pretende camuflar. Pode possuir uma sede ou estabelecimentos físicos reais, desempenhando comércio, serviços ou outras atividades econômicas aparentemente lícitas que, portanto, não permitem a identificação imediata de sua participação em atividades de lavagem.

15 . A Resolução COAF nº 23, de 20 de dezembro de 2012, dispõe sobre os procedimentos a serem adotados pelas pessoas físicas ou jurídicas que comercializam joias, pedras e metais preciosos, ao passo que a Resolução COAF nº 25, de 16 de janeiro de 2013, dispõe sobre os procedimentos a serem adotados pelas pessoas físicas ou jurídicas que comercializem bens de luxo, ou de alto valor, ou intermedieiem a sua comercialização.

Empresas de “prateleira”

Não há qualquer ilicitude intrínseca à criação de sociedades empresariais sem que a correspondente atividade econômica seja iniciada imediatamente após sua constituição. Não obstante, as chamadas sociedades ou empresas de “prateleira” ou “de gaveta”¹⁶ têm por principal característica o distanciamento temporal entre sua criação e sua utilização. Normalmente são constituídas por meio de intermediários (que, por sua vez, também podem desenvolver atividades aparentemente lícitas, como advogados, contadores, paralegais, dentre outros), que, durante determinado período de tempo, permanecem como sócios e diretores, assegurando o cumprimento de obrigações perante autoridades governamentais, como pagamento de impostos e fornecimento de informações periódicas, que conferem a essas sociedades a aparência de licitude.

É perfeitamente possível utilizar essas empresas “prontas” em substituição ao processo de criação de uma inteiramente nova, por exemplo, quando em certas jurisdições é mais rápido e prático transferir a titularidade de uma empresa do que constituir outra do zero. Assim, investidores legítimos comumente valem-se de seus assessores, como advogados, para fornecer-lhes rapidamente uma pessoa jurídica apta a ser prontamente utilizada, em particular quando o investidor tem pressa para o fechamento de algum negócio.

No entanto, e de forma consistente com a prática de degenerescência de mecanismos legítimos, os agentes engajados na lavagem de dinheiro podem utilizar as empresas de “prateleira” com o propósito de mascarar suas atividades ilícitas, aproveitando-se da boa reputação e aparência de legitimidade que possuem, pelo tempo em que permaneceram inativas e nas mãos de intermediários, antes da transferência aos criminosos. Em paraísos fiscais, criou-se uma verdadeira indústria dedicada à manutenção desse tipo de sociedade, e seu preço de transferência varia em função da antiguidade, entendida como sinônimo de aparente licitude.

Futebol

Em tese, qualquer esporte pode ser utilizado para atividade de lavagem de dinheiro. Como em vários exemplos aqui tratados, o fator preponderante diz respeito a volume. Assim, o futebol é uma das modalidades mundialmente preferidas, tendo em vista os contratos multimilionários fechados pelos jogadores. Se os salários a eles pagos já são cifras exorbitantes, os valores pagos entre os clubes pelas respectivas transferências são muitas vezes incompreensíveis e parecem dissociados de qualquer realidade atinente à melhoria de imagem ou performance (em última instância geradores de receita dos

16

. Também conhecidas como sociedades em *rayon*, *sociétés prêtees à l'emploi*, ou *shelf companies*.

clubes), que um ser humano seja capaz de individualmente agregar¹⁷.

Ao contexto acima, soma-se o fato de os mecanismos de controle e regulação do futebol serem frágeis e incapazes de coibir práticas criminosas, ao redor do mundo. Não há suficiente transparência das diversas instituições, e clubes envolvidos em transferências de valores exorbitantes estão muitas vezes em péssimas condições financeiras - indício de que podem ser utilizados como veículos para a lavagem.

Lotéricas

As casas lotéricas são usadas com frequência no processo de lavagem de dinheiro. Os criminosos utilizam recursos provenientes de atividades ilegais para comprar bilhetes premiados de pessoas que apostaram em instituições autorizadas. Muitas vezes, o preço pago pelos bilhetes é superior ao próprio prêmio, como incentivo para que os ganhadores se desfaçam deles. Os lavadores então recebem o valor do prêmio, que ganha aspecto de legitimidade¹⁸.

Litígio Falso

Como muitas das técnicas, esta também utiliza um mecanismo em si mesmo legítimo - ações judiciais ou arbitragens - para a finalidade de lavar dinheiro. Segundo essa modalidade (que pode ser combinada com várias outras), os recursos que serão objeto da lavagem são depositados na conta bancária de uma empresa. Então, outra, com a qual esteja a primeira mancomunada, inicia litígio, por qualquer suposta violação de direitos (que é fictícia), exigindo reparação por valor superior ao que foi originalmente depositado. Finalmente, no âmbito da correspondente ação judicial ou arbitragem, ocorre um acordo, por valor inferior ao originalmente exigido (mas que corresponda ao que foi originalmente depositado em uma das empresas), permitindo assim a transferência de recursos. Uma vez homologado o acordo, há aparência de licitude na transferência, sem que se entre em detalhes acerca da efetiva origem dos recursos. De forma a auxiliar na execução desta técnica, é comum que as empresas envolvidas, ou ao menos uma delas, esteja localizada em paraísos fiscais, onde não haverá regras rigorosas sobre a origem dos recursos inicialmente depositados.

Agências de viagem

Outro ramo de atividade que utiliza uma combinação de técnicas aqui explanadas,

17 A Resolução COAF nº 30 de 4 de maio de 2018 dispõe sobre os procedimentos a serem observados pelas pessoas físicas ou jurídicas que atuem na promoção, intermediação, comercialização, agenciamento ou negociação de direitos de transferência de atletas ou artistas.

18 . "Há um famoso caso da década de 1990, quando um grupo de deputados foi flagrado desviando dinheiro dos cofres públicos. Um deles, deputado baiano, justificou seu patrimônio garantindo que recebera ajuda de Deus para ganhar 221 prêmios na Loteria Federal. A compra de bilhetes premiados permitia a ele lavar todo o dinheiro desviado e declarar à Receita Federal que tinha sorte". RIZZO, *Idem*, p. 62.

as agências de viagem podem ser utilizadas como estabelecimentos comerciais que desenvolvem negócio parcialmente legítimo. Porém, atrás da venda de poucas passagens ou pacotes, o que existe é uma estrutura particularmente interessante para envio clandestino de dinheiro ao exterior. Juntamente com hotéis e casas de câmbio, esses estabelecimentos são usados para a troca de divisas por outras moedas, ou cheques de viagem, ou até mesmo passagens aéreas. Por esse motivo, quando uma agência de viagem, assim formalmente constituída, passa a ter como principal atividade efetiva o câmbio, isso pode representar significativa evidência de que há atividade criminosa sendo realizada.

Empresas de transporte de passageiros e de cargas

Particularmente nesse tipo de empresa, dada a quantidade de passageiros ou de carga diariamente circulada, pode ser difícil às autoridades manter perfeito acompanhamento. Assim, a utilização dessas pessoas jurídicas por agentes da lavagem de dinheiro consiste especialmente em fraudar manifestos e registros, fornecendo declarações falsas quanto aos passageiros e carga transportados.

Factorings

A técnica consiste na simulação da transferência de créditos para factorings, por empresas que tenham obtido recursos fruto de atividades ilegais. As empresas de factoring, que nesse caso são de fachada e não exercem efetivo fomento mercantil, devolvem os recursos como se fossem resultado da compra dos recebíveis¹⁹.

“Vaca de Papel”

Peculiar esquema envolvendo a compra e venda fictícia de gado, com particular incidência em regiões rurais ou fronteiriças. De acordo com esta técnica, uma pessoa obtém inscrição de produtor rural, declarando ser proprietária de certa quantidade de gado. As autoridades fiscais estaduais e federal não estão aparelhadas para realizar uma vistoria presencial, e não identificam a fraude na declaração. A inscrição aparentemente regular ainda habilita o agente a adquirir vacinas, que reforçam a ideia de legitimidade por trás da operação. Finalmente, o criminoso obtém receita de atividades ilícitas, como o tráfico de drogas, e a registra como se fosse obtida pela venda do gado, que nunca existiu. O lucro da operação é parcialmente utilizado para efetiva compra de terras e de gado, que torna a empreitada criminosa ainda mais difícil de identificar.

Organizações filantrópicas e não governamentais (ONGs)

As ONGs são entidades organizadas, sem fins econômicos, constituídas formalmente

19

. Factorings estão sujeitas às disposições da Resolução COAF nº 21, de 20 de dezembro de 2012.

como pessoas jurídicas e dotadas de autonomia, envolvidas em ações de solidariedade e políticas sociais. Quando efetivamente desempenham papel legítimo, são de cabal importância para suprir ou complementar as necessidades da população não atendidas pelo governo. Para tanto, recebem financiamento sob a forma preponderantemente de doações, cujo controle pode não ser satisfatório, o que permite a ocorrência de fraudes das mais variadas naturezas.

Organizações religiosas

A imunidade fiscal que beneficia as organizações religiosas pode dar margem a fraudes e à sua utilização para lavagem de dinheiro. O processo de abertura de uma organização religiosa não é complexo, e qualquer tentativa de efetiva análise de seus pressupostos religiosos poderia ser encarada como intolerância religiosa. A junção dessas características à inocência e fragilidade de certas pessoas, prontas a acreditar nos ditames de qualquer denominação religiosa que se proponha a solucionar seus problemas, propicia aos lavadores um terreno bastante fértil para atuar. As organizações, que sobrevivem essencialmente por doações, têm liberdade inclusive de enviar quantias significativas ao exterior sob o pretexto de obras de caridade.

22.4. Terrorismo e seu Financiamento

Terrorismo consiste no uso sistemático de terror, violência física ou psicológica, por meio de ataques localizados a elementos ou instalações de um governo ou de uma população governada, como meio de coerção, incutindo medo ou pânico, para alcançar finalidades políticas, pressionar a modificação da estrutura do Estado, ou agir em represália à atividade política, econômica, social ou religiosa de um Estado ou de uma população governada.

O terrorismo que conhecemos ganha seus contornos a partir do século XX, com grupos altamente organizados, suportados por estruturas de capital e tecnologia cada vez mais sofisticadas, e com ideologias as mais variadas.

Dentre tantos possíveis e trágicos exemplos, destaca-se aquele perpetrado em 1972, durante os Jogos Olímpicos de Munique, na Alemanha, pela organização terrorista palestina Setembro Negro, que invadiu a Vila Olímpica, fez reféns os atletas e exigiu a libertação de palestinos presos em Israel, além de dois radicais alemães. Na tentativa de resgate pelo governo alemão, os onze atletas morreram, assim como os cinco sequestradores e um policial alemão. Mais recentemente, destaca-se, em 11 de setembro de 2001, os choques de dois aviões de carreira sequestrados que destruíram as torres gêmeas do World Trade Center, em Nova York, além de uma terceira aeronave utilizada para, concomitantemente, atingir o Pentágono, em Washington. Estes atos de terror, atribuídos ao grupo terrorista Al-Qaeda, culminaram com a morte de 2.976

pessoas, e mudaram a forma de encarar o terrorismo. Como um verdadeiro divisor de águas, serviu para mudanças legislativas significativas pelo governo norte-americano, que ressoaram por todo o globo.

Nenhum país do mundo pode se achar completamente livre desse problema. Muitos destes grupos têm hierarquias complexas e descentralizadas, operando por meio de células relativamente autônomas, que tornam sua eliminação ainda mais difícil. Eliminar grupos de pessoas e bens tangíveis é mais fácil do que ideias.

A relação entre terrorismo e lavagem de dinheiro, embora não pareça óbvia imediatamente, é inegável. As organizações terroristas não constituem elas próprias atividades econômicas e, portanto, necessitam de doações de seus membros e simpatizantes para sobreviver e custear suas ações criminosas. Seu objetivo final não é gerar lucro, mas maximizar a publicidade de seus atos, para impor medo a todos que deles tomem conhecimento. As técnicas utilizadas para escapar das autoridades, e mascarar a origem dos recursos utilizados, no entanto, são essencialmente as mesmas, motivo que leva as autoridades financeiras mundiais a disciplinar as políticas de prevenção e combate à lavagem de dinheiro juntamente ao combate do financiamento do terrorismo. Outras semelhanças de destaque incluem o fato de que terroristas ingressam no crime organizado para obter suporte financeiro, operando preferencialmente em jurisdições com baixo controle governamental e fraca execução de leis e políticas, corrompendo servidores públicos.

Assim, a luta contra o financiamento do terrorismo está intimamente ligada com o combate à lavagem de dinheiro. As organizações do Sistema das Nações Unidas (ONU), logo após os atentados de 11 de setembro de 2001, mobilizaram-se para intensificar a luta contra o terrorismo. Assim, em 28 de setembro daquele mesmo ano, o Conselho de Segurança adotou a Resolução 1373, para impedir o financiamento do terrorismo, criminalizar a coleta de fundos para este fim e congelar imediatamente os bens financeiros dos terroristas. Seguindo o mesmo caminho, o GAFI, após os atentados de 2001, expandiu seu mandato para poder tratar também da questão do financiamento dos atos e organizações terroristas. Assim, foram criadas recomendações específicas para combate ao financiamento do terrorismo.

O esforço de combate ao financiamento do terrorismo permitiu o bloqueio de recursos materiais e financeiros de terroristas. Organizações criminosas transnacionais foram desarticuladas, resultado do desenvolvimento e do emprego de mecanismos ágeis e seguros para a identificação e estrangulamento das suas fontes de financiamento. A cooperação internacional e a troca de informações entre as Unidades de Inteligência Financeira de vários países foi ampliada. Nesse ponto, sublinhe-se o importante papel do Grupo de Egmont, que abrange 156 Unidades de Inteligência Financeira (UIF) de diferentes países e atua na promoção do intercâmbio de informações, treinamento e troca de experiências.

O Brasil repudia o terrorismo, como princípio constitucional, e tem a convicção de que o terrorismo, em todas as suas formas, é inaceitável e não pode nunca ser justificado. Desse modo, o Brasil é signatário da Convenção Internacional para a Supressão do Financiamento do Terrorismo, promulgada pelo Decreto 5.640, de 26 de dezembro de 2005.

O COAF coordena a participação brasileira em diversas organizações multigovernamentais de prevenção e combate ao financiamento do terrorismo e busca internalizar as discussões e orientações de como implantar as recomendações dos organismos internacionais, com o objetivo de se adequar às melhores práticas adotadas para combater de forma efetiva os delitos financeiros. Além disso, cabe ao COAF disciplinar, aplicar penas administrativas, receber, examinar e identificar as ocorrências suspeitas de atividades ilícitas, além de comunicar às autoridades competentes para a instauração dos procedimentos cabíveis quando o Conselho concluir pela existência ou fundados indícios de crimes de “lavagem” de dinheiro e financiamento do terrorismo. Diante disso, o COAF publicou a Resolução nº 15, de 28 de março de 2007, a qual estabelece procedimentos a serem observados pelas pessoas físicas e jurídicas reguladas pelo COAF sobre as operações ou propostas de operações ligadas ao terrorismo ou seu financiamento.

22.5. Convenções e órgãos internacionais

Autoridades financeiras, policiais e judiciais internacionais preocupam-se cada vez mais com atos de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo. A necessidade de harmonização de recomendações e práticas, bem como de progressiva cooperação internacional, leva à contínua celebração de convenções sobre esses temas, muitos dos quais impulsionam, por sua vez, a confecção e aprimoramento das normas nacionais.

Convenções internacionais

A seguir, destacamos as principais convenções internacionais que abordam a lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo.

Convenção de Viena

Firmada em 20 de dezembro de 1988 e incorporada ao ordenamento jurídico brasileiro por meio do Decreto nº 154, de 26 de julho de 1991, a Convenção de Viena foi pioneira ao tratar sobre o tema e tem como pilar o combate ao tráfico de drogas. Traficantes de drogas foram, de certa forma, criminosos pioneiros na utilização de mecanismos de mascaramento e ocultação das origens ilícitas de seus recursos. A convenção impulsionou a criação dos primeiros diplomas legais sobre a lavagem de dinheiro. Ainda que a convenção em si não use a expressão “lavagem de dinheiro”, é certo que

trata desse processo criminoso, mesmo que restrito à atividade de tráfico de drogas, uma vez que exige que os signatários caracterizem como ilícitos penais a conversão ou transferência de bens, com o conhecimento de que são procedentes do tráfico ilícito de entorpecentes, com o objetivo de ocultar ou encobrir a origem ilícita dos bens, ou de ajudar qualquer pessoa que participe na prática do delito a fugir das consequências jurídicas de seus atos. Pois bem, é a descrição que corresponde às etapas do processo de lavagem, já discutidas acima.

Convenção de Estrasburgo

Essa convenção surge em 1990 no Conselho da Europa, tendo entrado em vigor apenas em 1993. Seu principal mérito consiste na ampliação do rol de crimes antecedentes à lavagem de dinheiro, abrangendo outras condutas que não apenas o narcotráfico, previsto na Convenção de Viena. A convenção disciplinou medidas de repressão a crimes graves, e exigiu que os signatários tipificassem a lavagem de dinheiro, estabelecendo medidas legais de embargo e confisco de bens, privando criminosos do fruto de suas atividades ilícitas. A aplicabilidade também abrange outros países além daqueles que fazem parte do Conselho da Europa, incluindo os Estados Unidos, Canadá e Austrália. O Brasil, porém, não aderiu.

Convenção Interamericana contra a Corrupção

Firmada na Venezuela em 1996, foi o primeiro diploma internacional de combate à corrupção que disciplinou medidas preventivas e punitivas com o objetivo de fomentar o desenvolvimento de mecanismos para detectar, punir e erradicar a corrupção. O Brasil promulgou essa convenção por meio do Decreto presidencial 4.410, de 7 de outubro de 2002.

Convenção da OCDE

Firmada na França em 1997, e em vigor a partir de 1999, essa convenção tem como principais objetivos prevenir e combater a corrupção de funcionários públicos estrangeiros em transações comerciais internacionais, por meio da definição de obrigações de governos, empresas, advogados e sociedade civil das nações signatárias. O Brasil promulgou essa convenção por meio do Decreto presidencial nº 3.678, de 30 de novembro de 2000, e assim obrigou-se a criar uma lei anticorrupção, o que viria a acontecer em 2013 por meio da Lei nº 12.846.

Convenção Internacional para Supressão do Financiamento do Terrorismo

Assinada nos Estados Unidos em 1999, a convenção determinou a obrigatoriedade de comunicação de operações executadas ou serviços prestados, independentemente

de valor, quando houvesse indícios de atos ligados ao terrorismo. Foi adotada pela Assembleia Geral das Nações Unidas em 9 de dezembro de 1999, assinada pelo Brasil em 10 de novembro de 2001 e promulgada pelo Decreto nº 5.640, de 26 de dezembro de 2005.

Convenção de Palermo

Firmada em 15 de novembro de 2000 e incorporada ao ordenamento jurídico brasileiro por meio do Decreto presidencial nº 5.015, de 15 de março de 2004. Seu principal objetivo é fortalecer o enfrentamento das organizações criminosas, nas suas mais diversas formas. É introduzida a definição de crime organizado, são apontadas formas eficazes de investigação, e fala-se expressamente sobre lavagem de dinheiro, então definida como a conversão ou transferência de bens, quando quem o faz tem conhecimento de que esses bens são produtos do crime, com o propósito de ocultar ou dissimular a origem ilícita dos bens ou ajudar qualquer pessoa envolvida na prática da infração penal a furtar-se da consequência jurídica de seus atos e outras atividades assemelhadas.

Esta convenção também excede o escopo da Convenção de Viena, ao indicar que diversos crimes, além do narcotráfico, podem originar bens passíveis de lavagem. Finalmente, a convenção prevê medidas de regulação e controle de bancos e outras instituições, com o objetivo de conhecer seus usuários e operações suspeitas.

Convenção Interamericana contra o Terrorismo

Firmada em 2002 em Barbados, essa convenção pretende prevenir o financiamento de atividades terroristas, fortalecendo o controle de fronteiras e aumentando a cooperação entre autoridades policiais dos países signatários. O Brasil promulgou essa convenção por meio do Decreto presidencial nº 5.639, de 26 de dezembro de 2005.

Convenção de Mérida

Adotada pela ONU em 2003 e promulgada pelo Brasil em 31 de janeiro de 2006 pelo Decreto nº 5.687, a convenção tem o objetivo específico de combate à corrupção²⁰. Aborda textualmente a lavagem de dinheiro em seu artigo 14 e impõe, aos signatários, rígidos controles administrativos sobre a atuação de setores sensíveis, tais como instituições financeiras, além de fomentar a cooperação internacional. Visava a promover e intensificar medidas destinadas a combater a corrupção e promover integridade e responsabilidade na gestão adequada dos assuntos públicos e da propriedade pública.

20 . Compete à Controladoria-Geral da União (CGU), por meio da Secretaria de Prevenção da Corrupção e Informações Estratégicas, acompanhar a implementação das convenções e compromissos internacionais assumidos pelo Brasil, que tenham como objetivo a prevenção e o combate à corrupção.

Órgãos Internacionais

A seguir, mencionamos os principais órgãos criados ao longo do tempo que têm, total ou parcialmente, o objetivo de empreender esforços conjuntos para combate, repressão e prevenção da lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo.

Fundo Monetário Internacional (FMI)

Originalmente criado em 1944, nos Estados Unidos, para ajudar os países destruídos na Segunda Guerra Mundial, o FMI trabalha para promover cooperação monetária global e estabilidade financeira, facilitando o comércio internacional, promovendo emprego, crescimento econômico sustentável e reduzindo a pobreza em todo o mundo. A partir de 2000, expandiu sua atuação na área de prevenção à lavagem de dinheiro, e na luta contra o financiamento do terrorismo.

Banco Mundial

Também criado em 1944, nos Estados Unidos, o Banco Mundial é fonte vital de assistência financeira e técnica aos países em desenvolvimento ao redor do mundo. Uma vez que a lavagem de dinheiro tem efeitos nocivos notáveis à economia, sociedade e política dos países em desenvolvimento, o Banco Mundial empenha-se no seu combate.

Comitê de Supervisão Bancária da Basileia

Criado em 1974 na Suíça, é constituído por representantes de autoridades de supervisão bancária dos bancos centrais dos países membros do G-10, e atua na organização e preservação da integridade e solidez do sistema bancário mundial. Desde sua criação, é um importante fórum de discussão para o melhoramento de práticas de supervisão bancária. Embora não possua autoridade de supervisão em si, as recomendações do comitê são adotadas mundialmente.

Representantes do Brasil fazem parte do comitê, que publicou ao longo dos anos diversos documentos-chave abordando práticas que visam a prevenir a lavagem de dinheiro e o financiamento ao terrorismo. Tais recomendações e práticas foram, posteriormente, incorporadas aos ordenamentos dos diversos países representados no comitê, inclusive do Brasil. Destacam-se:

(a) *Prevention of criminal use of the banking system for the purpose of money-laundering*, de dezembro de 1988, abordando princípios de prevenção à lavagem de dinheiro. Trata da identificação efetiva dos clientes, e supervisão de suas operações.

(b) *Customer due Diligence for Banks*, de outubro de 2001, estabelecendo normas relacionadas à prevenção de lavagem, com foco na importância dos procedimentos de

“Conheça seu cliente / KYC” e na política de aceitação de clientes. Encoraja a adoção de padrões mais elevados de diligência dependendo do grau de risco representado por tipos distintos de clientes.

(c) *General guide to account opening and customer identification*, de fevereiro de 2003, que desenvolve orientações sobre a identificação do cliente.

(d) *Consolidated KYC – risk management*, de outubro de 2004, determinando políticas e procedimentos de prevenção para efetivamente identificar, monitorar e prevenir riscos reputacionais, operacionais e legais.

IOSCO – International Organization of Securities Commissions

Organização criada em 1983 na Espanha, é o principal fórum de discussão internacional para autoridades regulatórias dos mercados de valores e de futuros, composta por comissões de valores mobiliários globais que decidiram cooperar para manter padrões elevados de regulação. A CVM foi uma das fundadoras e participa ativamente dos trabalhos desenvolvidos pela IOSCO.

COSO – The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission

Trata-se de uma entidade não governamental, sem fins econômicos, criada nos Estados Unidos em 1985, dedicada à melhoria dos relatórios financeiros, com base na ética, efetividade de controles internos e governança corporativa. Como decorrência da globalização e padronização internacional de técnicas de auditoria, as recomendações do COSO são amplamente praticadas e tidas como métodos de referência no Brasil e na maioria dos países do mundo.

GAFI - Grupo de Ação Financeira (*Groupe d'action financière*)

Também conhecido como *Financial Action Task Force – FATF*, o GAFI é uma entidade intergovernamental criada em 1989 por influência do G7. A função do GAFI é definir padrões e promover a efetiva implementação de medidas legais, regulatórias e operacionais para combater a lavagem de dinheiro, o financiamento do terrorismo e o financiamento da proliferação, além de outras ameaças à integridade do sistema financeiro internacional relacionadas a esses crimes. Em colaboração com outros atores internacionais, o GAFI também trabalha para identificar vulnerabilidades nacionais com o objetivo de proteger o sistema financeiro internacional do uso indevido.

As Recomendações do GAFI estabelecem um sistema abrangente e consistente de medidas que os países devem adotar para combater a lavagem de dinheiro e o financiamento do terrorismo, bem como o financiamento da proliferação de armas de destruição em massa. Os países possuem sistemas legais, administrativos e operacionais diversos e diferentes sistemas financeiros e, dessa forma, não podem

todos tomar medidas idênticas para combater as ameaças. As Recomendações do GAFI, portanto, estabelecem um padrão internacional que os países devem adotar por meio de medidas adaptadas às suas circunstâncias particulares. As Recomendações do GAFI definem as medidas essenciais que os países devem adotar para:

- i) identificar os riscos e desenvolver políticas e coordenação doméstica;*
- ii) combater a lavagem de dinheiro, o financiamento do terrorismo e da proliferação;*
- iii) aplicar medidas preventivas para o setor financeiro e outros setores designados;*
- iv) estabelecer poderes e responsabilidades para as autoridades competentes (por exemplo: autoridades investigativas, policiais e fiscalizadoras) e outras medidas institucionais;*
- v) aumentar a transparência e disponibilidade das informações sobre propriedade de pessoas jurídicas e de outras estruturas jurídicas; e*
- vi) facilitar a cooperação internacional.*

As “Quarenta Recomendações” GAFI originais foram criadas em 1990 como uma iniciativa para combater o uso indevido dos sistemas financeiros por pessoas que queriam lavar o dinheiro proveniente do tráfico de drogas. Em 1996, as Recomendações foram revisadas pela primeira vez para refletir as novas tendências e técnicas de lavagem de dinheiro e para ampliar o escopo das recomendações para além da lavagem de dinheiro relacionada somente a drogas. Em outubro de 2001, o GAFI expandiu seu mandato para poder tratar também da questão do financiamento dos atos e organizações terroristas, e deu o importante passo ao criar as Oito (posteriormente expandidas para Nove) Recomendações Especiais sobre Financiamento do Terrorismo. As Recomendações do GAFI foram revisadas pela segunda vez em 2003, e essas, juntamente com as Recomendações Especiais, foram adotadas por mais de 180 países, sendo reconhecidas universalmente como o padrão internacional antilavagem de dinheiro e de combate ao financiamento do terrorismo.

Após a conclusão da terceira rodada de avaliações mútuas de seus membros, o GAFI revisou e atualizou suas Recomendações, em estreita cooperação com os grupos regionais e outras organizações observadoras, como o Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial e a Organização das Nações Unidas. As revisões tratam de novas ameaças, esclarecem e reforçam muitas das obrigações já existentes, mantendo a estabilidade e o rigor necessários nas Recomendações.

Egmont Group of Financial Intelligence Units

Formado na Bélgica em 1995, abrange 156 Unidades de Inteligência Financeira (UIF) de diferentes países e atua na promoção do intercâmbio de informações, treinamento e troca de experiências. O grupo se reúne regularmente para fomentar a cooperação em áreas de informação, intercâmbio e partilha de dados.

Wolfsberg Group

Formado na Suíça em 2000, o grupo consiste na associação de 11 grupos bancários internacionais, com objetivo de desenvolver padrões para as áreas de serviços financeiros no que se refere à adoção de políticas de *Know your customer*. Os padrões de Wolfsberg consistem em um conjunto de princípios que abordam temas como bancos correspondentes, *private banking*, fundos mútuos, monitoramento de transações e adoção de medidas diferenciadas com base em diferentes graus de risco de lavagem de dinheiro representados por clientes e transações das instituições financeiras. O grupo publica regularmente importantes documentos que servem de diretrizes para prevenção à lavagem de dinheiro em toda a indústria bancária.

Comitê contra a Lavagem de Dinheiro, Recursos Ilícitos e o Financiamento do Terrorismo - MONEYVAL

O Comitê de Peritos para a Avaliação de Medidas Antilavagem de Dinheiro (antigamente, PC-R-EV) foi fundado em 1997. Seu processo de avaliação serve para verificar as medidas contra lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo nos Estados-membros do Conselho Europeu (e nos países candidatos a este Conselho que se dispõem a participar dos termos de referência) que não fazem parte do GAFI/FATF, em sua grande maioria os países do leste europeu. O objetivo do MONEYVAL é assegurar que os Estados disponham de sistemas eficientes de combate à lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo e cumpram com os padrões internacionais relevantes nessas áreas.

Grupo de Ação Financeira do Norte da África e Oriente Médio contra a Lavagem de Dinheiro e o Financiamento do Terrorismo - MENAFATF

Criado em 2004, o Grupo de Ação Financeira do Norte da África e Oriente Médio contra a Lavagem de Dinheiro e o Financiamento do Terrorismo (MENAFATF) é um órgão voluntário e cooperativo estabelecido pelo acordo entre seus membros, que não se origina de um tratado internacional. O MENAFATF é independente de qualquer outro organismo ou organização internacional e define seu próprio trabalho, normas e procedimentos, o que é determinado por consenso entre seus membros, e coopera com outros organismos internacionais, especialmente com o GAFI/FATF, para alcançar seus objetivos.

Rede de Informação Internacional sobre Lavagem de Dinheiro - IMoLIN

A IMoLIN é uma rede virtual que auxilia governos, organizações e indivíduos na luta contra a lavagem de dinheiro. Este grupo tem se desenvolvido graças à cooperação das principais organizações de combate à lavagem de dinheiro do mundo. Em seu website está incluída uma base de dados sobre legislações e normas por todo mundo, uma

biblioteca eletrônica e um calendário de eventos no combate à lavagem de dinheiro.

Outros grupos regionais

Ao lado do GAFI, há grupos regionais de combate à lavagem de dinheiro, criados com o mesmo objetivo de elaboração de estudos, recomendações e avaliações, direcionados e moldados pelo contexto de cada região, como o APG (Ásia e Pacífico), o CFATF (Caribe), EAG (Eurásia), ESAAMLG (África do Sul e do Leste), GAFILAT (América Latina), dentre outros.

22.6. Combate à Lavagem de Dinheiro no Brasil - Órgãos Públicos

Como visto acima, o Brasil é signatário de diversas convenções que abordam o combate à lavagem de dinheiro e o financiamento ao terrorismo, por meio das quais assumiu compromissos internacionais para adotar, localmente, instrumentos e estratégias efetivas para implementar as recomendações e diretivas emanadas de órgãos internacionais. Como em todos os países, há também fatores internos que impulsionam a tomada de medidas contra esses crimes, e em particular no Brasil vê-se historicamente uma ligação fortíssima entre a corrupção e a lavagem de capitais, que compromete o desenvolvimento do país em inúmeras esferas e precisa ser coibida.

Até 2003, quando a Lei de Lavagem de Dinheiro (Lei nº 9.613/1998) já estava em vigor há 5 anos, percebeu-se que o Brasil já tinha desenvolvido um arcabouço variado e robusto para o combate a essa prática criminosa. No entanto, o Ministério da Justiça entendia que ainda havia necessidade de maior articulação entre os vários elementos normativos e sua estratégia de implementação, para atingir maior efetividade no combate à lavagem. Não havia um programa de treinamento e capacitação de agentes públicos, transparência plena e fácil acesso a dados, tampouco padronização tecnológica, tão necessária diante de organizações criminosas cada vez mais sofisticadas.

Enccla

Foi assim que, em dezembro de 2003, autoridades representativas de diversas áreas e órgãos do Estado brasileiro reuniram-se em Pirenópolis (GO) e firmaram um pacto de cooperação e interação, denominado Estratégia Nacional de Combate à Lavagem de Dinheiro – Encla 2004, atualmente Enccla, pela inclusão do combate estratégico à corrupção. Na mesma ocasião, foi criado o Gabinete de Gestão Integrada de Prevenção e Combate à Lavagem de Dinheiro – GGI-LD.

A Enccla é formada por órgãos dos três poderes da República, Ministérios Públicos e

da sociedade civil, a saber:

- Agência Brasileira de Inteligência – Abin;
- Associação Nacional dos Delegados de Polícia Federal – ADPF;
- Advocacia-Geral da União – AGU;
- Associação dos Juizes Federais do Brasil – AJUFE;
- Associação dos Magistrados Brasileiros – AMB;
- Associação dos Membros de Tribunais de Contas do Brasil - ATRICON;
- Associação Nacional do Ministério Público de Contas - AMPCON;
- Associação Nacional dos Procuradores dos Estados e do Distrito Federal - ANAPE;
- Associação Nacional dos Procuradores da República – ANPR;
- Banco Central do Brasil – Bacen;
- Banco do Brasil – BB;
- Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES;
- Conselho Administrativo de Defesa Econômica – Cade;
- Câmara dos Deputados - CD;
- Caixa Econômica Federal - CEF;
- Casa Civil da Presidência da República – CC/PR;
- Casa Civil do Estado do Rio Grande do Sul - Casa Civil-RS;
- Comissão de Ética Pública da Presidência da República – CEP-PR;
- Comissão de Valores Mobiliários - CVM;
- Controladoria-Geral do Distrito Federal - CG-DF;
- Controladoria-Geral do Estado de Minas Gerais - CGE-MG;
- Controladoria-Geral do Município de Guarulhos – CGM-GRU;
- Controladoria Geral do Município de São Paulo – CGM-SP;
- Corregedoria-Geral da Administração do Estado de São Paulo – CGA-SP;
- Conselho da Justiça Federal – CJF;
- Conselho Nacional de Controle Interno – CONACI;
- Conselho Nacional dos Chefes de Polícia Civil – CONCPC;
- Conselho Nacional de Justiça – CNJ;
- Conselho Nacional do Ministério Público – CNMP;
- Conselho Nacional dos Procuradores-Gerais do Ministério Público dos Estados e da União – CNPG;
- Conselho de Controle de Atividades Financeiras – Coaf;
- Conselho Superior da Justiça do Trabalho - CSJT;
- Controladoria-Geral da União - CGU;
- Departamento de Registro Empresarial e Integração – DREI/SMPE/MDIC;
- Federação Brasileira de Bancos - Febraban;
- Grupo Nacional de Combate à Organizações Criminosas – GNCOC;
- Gabinete de Segurança Institucional - Presidência da República - GSI/PR;
- Instituto do Patrimônio Histórico e Artístico Nacional - Iphan;
- Instituto Nacional do Seguro Social – INSS;
- Ministério da Defesa – MD;
- Ministério da Justiça e Segurança Pública (SNJ, DRCI, Rede-LAB, SENAD,

SENASP, DEPEN) – MJSP;

- Ministério Público de Contas do Estado do Rio Grande do Sul - MPC-RS;
- Ministério Público do Distrito Federal e Territórios – MPDFT;
- Ministério Público do Estado da Paraíba – MPPB;
- Ministério Público do Estado de Goiás – MPGO;
- Ministério Público do Estado do Maranhão – MPMA;
- Ministério Público do Estado do Mato Grosso do Sul – MPMS;
- Ministério Público do Estado do Paraná – MPPR;
- Ministério Público do Estado de Pernambuco – MPPE;
- Ministério Público do Estado do Piauí – MPPI;
- Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro – MPRJ;
- Ministério Público do Estado do Rio Grande do Norte – MPRN;
- Ministério Público do Estado do Rio Grande do Sul – MPRS;
- Ministério Público do Estado de Santa Catarina – MPSC ;
- Ministério Público do Estado de São Paulo – MPSP;
- Ministério Público do Estado de Sergipe – MPSE;
- Ministério Público Federal – MPF;
- Ministério Público Militar – MPM;
- Ministério Público do Trabalho – MPT;
- Ministério das Relações Exteriores – MRE;
- Polícia Civil do Distrito Federal – PCDF;
- Polícia Civil do Estado do Maranhão – PCMA;
- Polícia Civil do Estado de Minas Gerais – PCMG;
- Polícia Civil do Estado do Rio de Janeiro – PCRJ;
- Polícia Civil do Rio Grande do Sul - PCRS;
- Polícia Civil do Estado de Santa Catarina – PCSC;
- Polícia Civil do Estado de São Paulo – PCSP;
- Polícia Federal – PF;
- Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional – PGFN
- Procuradoria-Geral do Distrito Federal - PGDF
- Procuradoria-Geral do Estado da Bahia - PGE-BA
- Procuradoria-Geral do Estado de São Paulo - PGE-SP
- Procuradoria-Geral do Estado do Rio Grande do Sul - PGE-RS
- Procuradoria-Geral do Município de São Paulo – PGM-SP
- Rede Nacional de Controle;
- Secretaria da Receita Federal do Brasil – RFB;
- Secretaria de Estado de Controle e Transparência do Estado do Espírito Santo – SECONT-ES;
- Secretaria de Governo da Presidência da República – Segov/PR;
- Secretaria de Previdência do Ministério da Fazenda – SPREV/MF;
- Senado Federal;
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar – Previc;
- Superintendência de Seguros Privados – Susep;
- Tribunal de Contas da União – TCU;

-
- Tribunal de Contas do Estado do Rio Grande do Sul – TCE-RS;
 - Tribunal Superior do Trabalho - TST;
 - Tribunal Superior Eleitoral – TSE.

A Estratégia intensifica a prevenção à lavagem de dinheiro porque soma a expertise de diversos parceiros em prol do Estado brasileiro. Anualmente, os órgãos participantes reúnem-se em plenária para, a partir de consenso, traçar as ações que serão executadas no ano seguinte. Os órgãos são divididos em grupos de trabalho que coordenam, ao longo do ano, a execução de cada uma das ações eleitas. O Departamento de Recuperação de Ativos e Cooperação Jurídica Internacional (DRCI/SNJ) tem por competência articular a implementação da Enccla e a Secretaria Nacional de Justiça e Cidadania coordena a Estratégia, em parceria com os demais órgãos que a compõem.

A partir da criação da Estratégia, foram identificados e agrupados seis objetivos para a adoção de um novo sistema nacional de prevenção à lavagem de dinheiro:

- i) coordenar a atuação estratégica e operacional de diversos órgãos e agentes públicos em seus esforços de combate à lavagem;
- ii) potencializar a utilização de bases de dados e cadastros públicos, por meio da uniformização de seu acesso;
- iii) aferir objetivamente e aumentar a eficiência do *Sistema Nacional de Combate à Lavagem de Dinheiro* e do o *Departamento de Recuperação de Ativos e Cooperação Jurídica Internacional* (DRCI/SNJ);
- iv) ampliar a cooperação internacional no combate à atividade criminosa e na recuperação dos ativos ilicitamente produzidos;
- v) desenvolver no Brasil uma cultura de combate à lavagem de dinheiro; e
- vi) prevenir a lavagem.

Em outras palavras, a Enccla foi responsável pela criação de um novo Sistema Nacional de Prevenção e Combate à Lavagem de Dinheiro, baseado em cooperação e articulação entre diversos agentes e órgãos públicos com capacidades e dados complementares, dividido em três níveis de atuação – estratégico, de inteligência e operacional.

No nível estratégico e de inteligência, o Gabinete de Gestão Integrada de Prevenção e Combate à Lavagem de Dinheiro (GGI-LD) foi nomeado responsável pela definição de políticas públicas e de objetivos macro da área, tendo sido encarregado de coordenar e manter a articulação entre os órgãos e instituições que fazem parte da Estratégia. O Gabinete passou a ser secretariado pelo Departamento de Recuperação de Ativos e Cooperação Jurídica Internacional do Ministério da Justiça (DRCI). O Gabinete conta com os seguintes membros:

- Departamento de Recuperação de Ativos e Cooperação Jurídica Internacional DRCI (Secretaria Executiva da Enccla.);
- Agência Brasileira de Inteligência – Abin;

-
- Advocacia-Geral da União – AGU;
 - Banco Central do Brasil – Bacen;
 - Comissão de Valores Mobiliários – CVM
 - Conselho Administrativo de Defesa Econômica - Cade;
 - Conselho da Justiça Federal – CJF;
 - Conselho Nacional de Justiça - CNJ;
 - Conselho Nacional do Ministério Público – CNMP;
 - Conselho de Controle de Atividades Financeiras – Coaf;
 - Controladoria-Geral da União - CGU;
 - Ministério da Justiça e Segurança Pública - MJSP;
 - Ministério da Economia (SEGES) - MP;
 - Ministério Público Federal - MPF;
 - Polícia Federal – PF;
 - Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional – PGFN;
 - Superintendência Nacional de Previdência Complementar – Previc;
 - Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil – RFB;
 - Secretaria Especial de Previdência e Trabalho do Ministério da Economia;
 - Superintendência de Seguros Privados – Susep
 - Tribunal de Contas da União – TCU.

Os membros do Gabinete se reúnem a cada três meses para realizar o acompanhamento da execução das ações da Estratégia. No âmbito do GGI, há dois grupos (corrupção e lavagem de dinheiro) com o objetivo de propor ações que serão debatidas na plenária.

Além disso, a União firmou convênios com vários Estados da Federação²¹, os quais passaram a fazer parte do Sistema Único de Segurança Pública (SUSP), criado com a finalidade de fomentar a cooperação e articulação entre órgãos públicos, articulação de ações, compartilhamento de dados e informações, otimizando a utilização de recursos.

Finalmente, no nível operacional da Enccla, há ações e operações preventivas, observadas as atribuições e competências legalmente atribuídas a diversos órgãos fiscalizadores envolvidos no combate à lavagem, incluindo Coaf, Bacen, CVM, Susep, dentre outros.

Ao longo dos anos desde sua criação, os trabalhos desenvolvidos pela Enccla trouxeram diversos resultados positivos no combate ao crime de lavagem de dinheiro e às práticas de corrupção. Destacam-se:

- *criação do Programa Nacional de Capacitação e Treinamento para o Combate à Corrupção e à Lavagem de Dinheiro (PNLD);*
- *implementação do Cadastro Nacional de Clientes do Sistema Financeiro*

21 No Estado de São Paulo, por exemplo, o CGI – Gabinete de Gestão Integrada da Segurança Pública, iniciou atividades em agosto de 2006, tendo como membros os representantes da Secretaria Estadual de Segurança Pública, Polícia Federal, Polícia Rodoviária Federal, Polícia Civil, Polícia Militar, Sistema Penitenciário Estadual, Tribunal de Justiça, Ministério Público estadual e Secretaria Nacional de Segurança Pública.

-
- (CCS), sob gestão do Banco Central do Brasil;
 - *padronização da forma de solicitação/resposta de quebras de sigilo bancário e respectivos rastreamentos e desenvolvimento do Sistema de Investigação de Movimentações Bancárias (Simba), trazendo celeridade e economicidade às investigações e persecuções penais;*
 - *criação do Laboratório de Tecnologia contra a Lavagem de Dinheiro e replicação do modelo nas unidades da federação, com a formação de uma rede integrada de tecnologia, voltada para o enfrentamento da corrupção e lavagem de dinheiro, otimizando as investigações e ações penais e simplificando a análise de dados de grande volume;*
 - *criação das Delegacias Especializadas em Crimes Financeiros, no âmbito do Departamento de Polícia Federal;*
 - *estruturação do Grupo Nacional de Combate às Organizações Criminosas, no âmbito dos Ministérios Públicos Estaduais;*
 - *informatização das declarações de porte e valores quando do ingresso e saída do país;*
 - *criação do Sistema Nacional de Bens Apreendidos (SNBA), gerido pelo Conselho Nacional de Justiça (CNJ);*
 - *informatização do acesso do Poder Judiciário às informações da Receita Federal, com a criação do Sistema de Fornecimento de Informações ao Poder Judiciário (Infojud);*
 - *criação do Cadastro de Entidades Inidôneas e Suspeitas (CEIS), mantido pela Controladoria-Geral da União;*
 - *criação do Cadastro Nacional de Entidades (CNEs), sob gestão do Ministério da Justiça;*
 - *elaboração de diversos anteprojetos e propostas de alterações a projetos de lei nos seguintes temas: organizações criminosas, lavagem de dinheiro (Lei nº 12.683/12), prescrição penal, intermediação de interesses (lobby), sigilo bancário e fiscal, improbidade administrativa, responsabilização da pessoa jurídica, dentre outros.*

Coaf

O Coaf – Conselho de Controle de Atividades Financeiras é órgão regulador criado pela própria Lei de Lavagem, subordinado ao Ministério da Economia²². Possui atributo de autoridade administrativa, mas não é autoridade financeira, e não possui exclusividade para baixar instruções de interesse preventivo e investigativo envolvendo operações típicas de lavagem.

22 Por meio da Medida Provisória nº 870/2019, o Coaf seria transferido do antigo Ministério da Fazenda para o Ministério da Justiça e Segurança Pública. No entanto, em maio de 2019 uma comissão mista de deputados e senadores reverteu essa decisão, alocando o órgão no novo Ministério da Economia. A medida foi confirmada pela Câmara dos Deputados e pelo Senado. Até a mais recente revisão deste artigo, em maio de 2019, ainda há discussões de cunho político acerca da eventual transformação do Coaf em agência, sob o nome de Anif (Agência Nacional de Investigação Financeira), todavia sem qualquer confirmação.

De fato, após a criação da Enccla, o núcleo de gerenciamento e coordenação interativa da atividade preventiva foi transferido do Coaf para o GGI-LD (que, como indicado acima, é secretariado pelo DRCI, órgão diretamente ligado ao Ministério da Justiça e Segurança Pública). Assim, percebe-se que, desde a criação do Coaf, e como uma reação ao desenvolvimento das atividades criminosas, o fenômeno da lavagem deixou de ser tratado como algo restrito ao setor financeiro – visto que o Coaf é subordinado ao Ministério da Economia – e passou a ser combatido de forma coordenada por organismos ligados ao Ministério da Justiça e Segurança Pública, de forma consideravelmente articulada.

A esfera de atuação do Coaf é residual²³, cabendo a ele exercer a regulação e fiscalização das atividades socioeconômicas que não estejam cobertas pelas competências legalmente atribuídas ao Bacen, CVM, Susep e Previc.

Vamos abordar em mais detalhes o Coaf em item específico, abaixo.

Bacen

O Banco Central do Brasil (Bacen) exerce controle sobre bancos comerciais, múltiplos, de investimento, de desenvolvimento, caixas econômicas, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades corretoras de câmbio ou de títulos, agências de turismo, empresas de leasing, filiais ou representações de entes estrangeiros e administradoras de cartões de crédito de bandeira internacional. É uma autarquia federal, com incumbência de cumprir e fazer cumprir as disposições que regulam o funcionamento do sistema financeiro brasileiro, bem como a política econômica levada a efeito pelo Conselho Monetário Nacional. Suas principais funções incluem²⁴: emitir moeda nas condições impostas pelo Conselho Monetário Nacional; fiscalizar e autorizar o funcionamento das instituições financeiras; representar o governo brasileiro junto às instituições financeiras internacionais.

Dentre as principais normas do Bacen referentes ao tema da lavagem, destacamos a Circular nº 3.461/2009 (com principais alterações dadas pela Circular nº 3.839/2017), que consolida as regras sobre os procedimentos a serem adotados na prevenção e combate às atividades relacionadas com os crimes previstos na Lei de Lavagem. Dentre outras providências, a norma estipula que as instituições autorizadas a

23 Assim dispõe a Lei nº 9.613/98: “Art. 14. É criado, no âmbito do Ministério da Fazenda, o Conselho de Controle de Atividades Financeiras - Coaf, com a finalidade de disciplinar, aplicar penas administrativas, receber, examinar e identificar as ocorrências suspeitas de atividades ilícitas previstas nesta Lei, sem prejuízo da competência de outros órgãos e entidades.

§ 1º As instruções referidas no art. 10 destinadas às pessoas mencionadas no art. 9º, para as quais não exista órgão próprio fiscalizador ou regulador, serão expedidas pelo Coaf, competindo-lhe, para esses casos, a definição das pessoas abrangidas e a aplicação das sanções enumeradas no art. 12. (...)” Redação original, desconsiderada a modificação proposta pela Medida Provisória nº 870/2019. Vide comentários acima.

E art. 11, § 3º: “O Coaf disponibilizará as comunicações recebidas com base no inciso II do caput aos respectivos órgãos responsáveis pela regulação ou fiscalização das pessoas a que se refere o art. 9º.”

24 Competências privativas determinadas pelo art. 10 da Lei nº 4.595/64.

funcionar pelo Bacen devem implementar políticas, procedimentos e controles internos, de forma compatível com seu porte e volume de operações, destinados a prevenir sua utilização na prática dos crimes de lavagem, devendo ainda coletar e manter atualizadas as informações cadastrais de seus clientes. A norma ainda traz regras específicas sobre reporte de operações e Pessoas Expostas Politicamente (PEPs).

Outra norma relevante é a Carta Circular nº 3.542/2012, que divulga uma relação de operações e situações suspeitas, que podem configurar indícios de ocorrência dos crimes previstos na Lei de Lavagem, passíveis de comunicação ao Coaf. Essa norma substitui a Carta Circular nº 2.826/1998 e amplia os exemplos das operações e situações suspeitas consideravelmente, além de dividi-los em categorias específicas de negócios.

Finalmente, cabe mencionar a Carta Circular nº 3.342/2008, que dispõe sobre a comunicação de movimentações financeiras ligadas ao terrorismo e ao seu financiamento, relacionando pessoas e entidades cujas operações são suspeitas. A redação dessa norma, por sinal, apresenta uma semelhança acentuada com a Resolução Coaf nº 15, de 28 de março de 2007.

Cumpre salientar que a fiscalização exercida pelo Bacen no que se refere a operações financeiras que tenham reflexo na lavagem de capitais possui caráter suplementar, uma vez que o monitoramento de tais operações para fins preventivos deve ser feito primeiramente pelas instituições obrigadas.

CVM

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) possui competência para examinar as atividades realizadas por pessoas jurídicas ou físicas que operam com valores mobiliários, incluindo bolsas ou pessoas jurídicas que atuem com custódia, emissão, distribuição, liquidação, negociação, intermediação ou administração de títulos ou valores mobiliários. É uma autarquia criada pela Lei nº 6.385/76, sendo uma autoridade administrativa vinculada ao Ministério da Economia, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

A CVM exerce atividades que visam a conferir segurança e confiabilidade ao mercado de valores mobiliários, como meio de capitalização empresarial, com ênfase na defesa dos investidores, transparência e fomento a elevados graus de governança corporativa.

Abordaremos em item próprio as principais disposições da Instrução CVM nº 301/99, que dispõe sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa de que trata a Lei de Lavagem de Dinheiro.

Susep

A Superintendência de Seguros Privados (Susep) é o órgão responsável pelo controle e fiscalização dos mercados de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro. É uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia, criada pelo Decreto-lei nº 73, de 21 de novembro de 1966. Suas atribuições incluem: fiscalizar a constituição, organização, funcionamento e operação das sociedades seguradoras, de capitalização, entidades de previdência privada aberta e resseguradores; proteger a captação de poupança popular que se efetua através das operações de seguro, previdência privada aberta, de capitalização e resseguro; zelar pela defesa dos interesses dos consumidores dos mercados supervisionados; e promover a estabilidade dos mercados sob sua jurisdição.

O mercado de seguros, capitalização e previdência privada aberta é considerado pelo Coaf como vulnerável à lavagem, em especial diante do volume de pessoas e entidades seguradas e a possibilidade de fraudes envolvendo subscritores, participantes e intermediários. Sinistros falsos podem ser uma ferramenta eficaz para lavadores reciclarem recursos ilícitos, e intermediários podem valer-se da corretagem para o mesmo fim. Diante desse cenário e de suas atribuições, a Susep editou a Circular nº 445 de 2 de julho de 2012, que dispõe sobre os controles internos específicos para a prevenção e o combate dos crimes de lavagem ou ocultação de bens, direitos e valores, ou os crimes que com eles possam relacionar-se, o acompanhamento das operações realizadas e as propostas de operações com pessoas politicamente expostas, bem como a prevenção e coibição do financiamento ao terrorismo.

Previc

A Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) é uma autarquia de natureza especial, dotada de autonomia administrativa e financeira e patrimônio próprio, vinculada ao Ministério da Economia, tendo atuação em todo o território nacional como entidade de fiscalização e supervisão das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e de execução das políticas para o regime de previdência complementar. Dentre as principais atribuições da Previc, destacam-se²⁵: fiscalizar atividades das entidades fechadas de previdência complementar e das suas operações; apurar e julgar as infrações e aplicar as penalidades cabíveis; e expedir instruções e estabelecer procedimentos para a aplicação das normas relativas à sua área de competência.

A Previc sucedeu a antiga Secretaria de Previdência Complementar (SPC). No entanto, algumas das normas emanadas daquele órgão continuam em vigor. Tal é o caso da Instrução SPC nº 26/08, posteriormente alterada pela Instrução Previc 2/13, que estabelece orientações e procedimentos a serem adotados pelas entidades fechadas

25

Decreto nº 8.992, de 20 de fevereiro de 2017.

de previdência complementar em observância à Lei de Lavagem de Dinheiro. A norma estipula diversas regras, incluindo procedimentos para atualização de cadastros de clientes, investigação de informações, reporte de situações ao Coaf, bem como acompanhamento das operações realizadas por pessoas politicamente expostas.

22.7. Coaf - Conselho de Controle de Atividades Financeiras

Atuação

A complexidade dos atos de lavagem de dinheiro e a crescente sofisticação das organizações criminosas requerem o desenvolvimento de políticas de combate igualmente sofisticadas. Políticas eficazes tendem a não focar exclusivamente na repressão penal e intimidação pela imposição de penas severas, mas na prevenção por meio da análise de informações financeiras e dados, exame de padrões e movimentação de capital. Como vimos acima, várias convenções internacionais abordam o tema, muitas das quais exigem de seus signatários a criação de unidades de inteligência financeira para aprimorar e sistematizar o combate, além de contribuir para o intercâmbio de informações. De forma consistente, o GAFI recomendou²⁶ a criação de Unidades de Inteligência Financeira (UIF) que servissem como centro para receber, analisar e transmitir declarações de operações suspeitas.

A Unidade de inteligência Financeira brasileira é o Coaf, de natureza administrativa, criado pela Lei de Lavagem de Dinheiro. O Coaf é composto por representantes do Banco Central do Brasil, da Comissão de Valores Mobiliários, da Superintendência de Seguros Privados, da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil, da Agência Brasileira de Inteligência, do Ministério das Relações Exteriores, do Ministério da Justiça e Segurança Pública, do Departamento de Polícia Federal, da Superintendência Nacional de Previdência Complementar e da Controladoria-Geral da União²⁷.

Como órgão de natureza administrativa, o Coaf não tem poder para realizar quebras de sigilo, tomar medidas cautelares ou requerer a instalação de processos penais. O Coaf recebe, armazena e sistematiza informações, elabora relatórios, por meio da gestão efetiva de dados, que podem ser encaminhados às autoridades de persecução penal²⁸.

Em conformidade com a Lei de Lavagem, além de desenvolver a função típica de

26 Recomendação GAFI 26.

27 Lei n° 9.613/98, art. 16.

28 Lei n° 9.613/98, art. 15.

unidade de inteligência financeira, o Coaf também desempenha atividades de regulação e aplicação de penalidades nos setores obrigados para os quais inexistam órgãos fiscalizadores próprios, tais como: empresas de fomento mercantil; comércio de obras de arte, de antiguidades, de joias e metais preciosos; e cartões de crédito não bancários.

O Coaf tem por missão prevenir o uso dos setores econômicos por quem deseja lavar ativos, incentivando a participação das pessoas obrigadas, por meio da criação de condições para que essas pessoas estejam cada vez mais atentas a comportamentos de seus clientes que fujam da normalidade.

No desempenho da sua função de regulação, o Coaf edita as normas que norteiam os setores obrigados no cumprimento das obrigações previstas na Lei de Lavagem. Atualmente, existe uma resolução específica para cada setor regulado. Além disso, a Resolução Coaf nº 15, de março de 2007, que dispõe sobre os procedimentos relativos a operações ou propostas de operações ligadas ao terrorismo ou seu financiamento, e a Resolução Coaf nº 29, de dezembro de 2017, que dispõe sobre os procedimentos relativos a operações ou propostas de operações realizadas por pessoas politicamente expostas, devem ser observadas por todos os setores obrigados regulados pelo Coaf.

Como mencionado anteriormente, as atribuições de regulamentação e repressão do Coaf são válidas apenas para setores sem órgão regulatório próprio. Aqueles setores que contem com órgão de controle específico - o Bacen para bancos, a CVM para agendes de custódia, emissão, distribuição, liquidação ou negociação de valores mobiliários, ou a Susep para empresas de seguro, capitalização ou previdência privada - devem observar as regras estipuladas pelo órgão correspondente²⁹. Sem prejuízo, todas as entidades que operam setores sensíveis, independentemente de possuírem órgão regulatório próprio, devem atender as requisições de informações pelo Coaf³⁰.

A atividade repressiva do Coaf, por sua vez, decorre de sua competência para instaurar processos administrativos e aplicar sanções às entidades e pessoas referidas no art. 9º da Lei de Lavagem que descumprirem as regras previstas nos artigos 10 e 11 daquela Lei, conforme explicado abaixo.

Regulamentação da Lei de Lavagem

No campo regulatório, cabe ao Coaf elaborar regras voltadas a alguns setores sensíveis à lavagem de dinheiro, sobre a forma e método de registro de informações de clientes e sobre os atos suspeitos de lavagem que devem ser comunicados, além daqueles previstos expressamente na Lei de Lavagem. Como regulador dos setores que não contam com órgão regulador próprio, o Coaf vem, desde 1999, expedindo resoluções

²⁹ Lei nº 9.613/98, art. 11, §1º.

³⁰ De acordo com a atual redação do art. 10 da Lei nº 9.613/98, tal como modificada pela Lei nº 12.683/12, as solicitações feitas pelo Coaf não necessitam de ordem judicial correspondente, e devem ser atendidas ainda que o respectivo setor possua um órgão regulador próprio.

que detalham as obrigações descritas na Lei de Lavagem. O objetivo é esclarecer para a pessoa obrigada como incorporar os procedimentos de prevenção ao dia a dia de suas atividades, e ao mesmo tempo evidenciar as principais preocupações que ela deve ter na prevenção, sem perder de vista a realidade econômico-financeira de cada um dos diversos setores. Para isso, o Coaf adota como prática a discussão da norma com o setor regulado, de modo a favorecer a maior efetividade na implementação.

O trabalho permanente de aperfeiçoar a orientação às pessoas obrigadas na proteção de seus negócios, reforçado pelos avanços na Lei nº 9.613, de 1998, culminou, em dezembro de 2012, com a publicação das Resoluções 21 e 23, respectivamente, para os setores de fomento mercantil e de comércio de joias, pedras e metais preciosos e, em janeiro de 2013, resoluções para os setores de prestação de serviços de assessoria, consultoria, contabilidade, auditoria, aconselhamento ou assistência por profissionais não regulados (acrescentado pela Lei nº 12.683, de 2012) e do comércio de bens de luxo ou de alto valor.

Em complemento às obrigações anteriormente existentes, como a manutenção de cadastros de clientes e registros de operações e a comunicação de operações suspeitas ao Coaf, passaram a ser também obrigatórios o cadastro das empresas e pessoas físicas no Coaf, bem como a implementação de políticas e controles internos. Adicionalmente, o Coaf busca ampliar o conjunto de setores econômicos com regulamentos de prevenção à lavagem e financiamento do terrorismo específicos, por meio da colaboração com os esforços de outros órgãos reguladores na elaboração de suas normas.

Recebimento e Análise de Comunicações

Como indicado acima, há diversos dispositivos legais, tanto na Lei de Lavagem como em normas emanadas por autoridades regulatórias, que obrigam o fornecimento de informações ao Coaf. As comunicações encaminhadas pelos setores obrigados são recebidas pelo Siscoaf (Sistema de Controle de Atividades Financeiras) – um portal eletrônico destinado às comunicações. O Siscoaf é programado com regras de inteligência previamente definidas, e efetua eletronicamente uma análise sistêmica, além de distribuir as comunicações que deverão ser tratadas individualmente pelos analistas.

Todas as comunicações recebidas e as análises realizadas são armazenadas no próprio Siscoaf, o que possibilita a construção de uma base de dados com volume crescente de informações.

Além dessa base de dados, são utilizadas outras fontes de informações como, por exemplo, Rede Infoseg (base de inquéritos), Cadastro de Pessoas Físicas – CPF, Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ, Declaração de Operações

Imobiliárias – DOI, Sistema Integrado de Administração de Recursos Humanos – SIAPE, Sistema de Informações Rurais – SIR, Cadastro Nacional de Informações Sociais – CNIS, Cadastro Nacional de Empresas – CNE, Análise das Informações de Comércio Exterior – Alice Web, Base de Grandes Devedores da União, Bases do TSE, Declaração Eletrônica de Porte de Valores – e-DPV, dentre outras. A maioria dessas bases de dados está integrada ao Siscoaf.

Por meio da análise individualizada, o conteúdo das comunicações recebidas dos setores obrigados é avaliado e relacionado com outras informações disponíveis. Quando detectados sinais de alerta, é calculado o risco inerente à comunicação. Esse cálculo é efetuado de forma automatizada, pela Central de Gerenciamento de Riscos e Prioridades – (CGRP). De acordo com o risco apurado na CGRP, são aprofundadas as análises.

Relatório de Inteligência Financeira - RIF

O resultado das análises de inteligência financeira decorrentes de comunicações recebidas, de intercâmbio de informações ou de denúncias, é registrado em documento denominado Relatório de Inteligência Financeira(RIF). O Relatório de Inteligência Financeira pode ser: (a) espontâneo (de ofício): RIF elaborado por iniciativa do Coaf, resultante da análise de comunicações recebidas ou de denúncia; ou (b) de intercâmbio: RIF elaborado para atendimento a solicitação de intercâmbio de informações, por autoridades nacionais ou por Unidades de Inteligência Financeira.

Quando o resultado das análises indicar a existência de fundados indícios de lavagem de dinheiro, ou qualquer outro ilícito, os Relatórios de Inteligência Financeira são encaminhados às autoridades competentes, nos termos do previsto no artigo 15 da Lei nº 9.613/98.

O conteúdo do RIF é protegido por sigilo constitucional, inclusive nos termos da Lei Complementar nº 105, de 2001.

Intercâmbio de Informações

A cooperação e a troca de informações com as autoridades competentes são de grande importância para viabilizar ações rápidas e eficientes na prevenção e no combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo. Solicitações de intercâmbio devem ser apresentadas por autoridade responsável pelo procedimento de investigação do crime de lavagem de dinheiro ou de qualquer outro ilícito, objeto do pedido, contendo dados sobre o procedimento de investigação instaurado e sobre os fundados indícios da existência de ilícito, além da identificação das pessoas envolvidas na investigação.

O intercâmbio de informações com autoridades nacionais é realizado por meio do

Sistema Eletrônico de Intercâmbio do Coaf (SEI-C), no Siscoaf, ou por meio de ofícios.

Além das autoridades nacionais, o Coaf realiza intercâmbio de informações com as Unidades de Inteligência Financeira (UIF) integrantes do Grupo de Egmont. Para o intercâmbio, a UIF deve estar autorizada por lei a trocar informações de inteligência financeira com as congêneres estrangeiras e possuir salvaguardas adequadas — incluindo disposições de confidencialidade — para assegurar que as trocas de informações estejam de acordo com os princípios fundamentais, nacionais e internacionais, e em conformidade com as suas obrigações em matéria de proteção do sigilo do dado ou informação.

Processo Administrativo Punitivo

O Coaf foi criado com a finalidade de disciplinar, aplicar penas administrativas, receber, examinar e identificar as ocorrências suspeitas de atividades ilícitas previstas na legislação, sem prejuízo da competência de outros órgãos e entidades, conforme art. 14 da Lei nº 9.613/98.

Este mesmo artigo, em seu §1º, dispõe que as instruções referidas no art. 10 destinadas às pessoas mencionadas no art. 9º, para as quais não exista órgão próprio fiscalizador ou regulador, serão expedidas pelo Coaf, competindo-lhe, para esses casos, a definição das pessoas abrangidas e a aplicação das sanções enumeradas no art. 12.

Segundo o mesmo art. 12, às pessoas referidas no art. 9º da Lei nº 9.613/98, bem como aos administradores das pessoas jurídicas, que deixem de cumprir as obrigações previstas nos seus arts. 10 e 11 serão aplicadas, cumulativamente ou não, pelas autoridades competentes, as seguintes sanções:

I - advertência;

II - multa pecuniária variável não superior:

a) ao dobro do valor da operação;

b) ao dobro do lucro real obtido ou que presumivelmente seria obtido pela realização da operação;

ou

c) ao valor de R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais);

III - inabilitação temporária, pelo prazo de até dez anos, para o exercício do cargo de administrador das pessoas jurídicas referidas no art. 9º;

IV - cassação ou suspensão da autorização para o exercício de atividade, operação ou funcionamento.

A apuração de infrações atribuídas a pessoas físicas ou jurídicas sob a ação fiscalizadora do Coaf dá-se por meio de processos administrativos punitivos (PAP)³¹.

31 O Processo Administrativo Punitivo foi disciplinado no Decreto nº 2.799, de 8 de outubro de 1998. Em 1º de janeiro de 2019, este Decreto foi revogado pelo Decreto nº 9.663, dentro do contexto maior de transferência do Coaf do

As decisões do Coaf relativas a processos administrativos punitivos são adotadas em reunião plenária do Conselho. Caberá recurso das decisões do Coaf relativas às aplicações de penas administrativas ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

22.8. Lei nº 9.613/98, alterada pela Lei nº 12.683/12

Como acima explicado, o Brasil assumiu, por meio de convenções internacionais sobre o combate à lavagem de dinheiro e o financiamento ao terrorismo, obrigações para adotar normas que tipificassem como crime as atividades de lavagem, e efetivamente criassem um arcabouço jurídico sólido para o seu combate, repressão e prevenção.

Diante do cenário acima, já nos anos 1990, algumas medidas foram implementadas com o objetivo de inibir o uso do sistema financeiro como instrumento de lavagem de dinheiro. A Lei nº 8.383/91 determinou³² que o gerente ou administrador de instituição financeira ou assemelhada que concorrer para a abertura de contas ou movimentação de recursos sob nome falso, de pessoa inexistente, ou de pessoa jurídica liquidada ou sem representação regular responderia por coautoria pelo crime de falsidade. O Banco Central, também nessa época, expediu as primeiras resoluções objetivando obrigar as instituições bancárias a manter maior controle sobre as atividades de seus clientes.

Em consonância com as obrigações internacionais assumidas pelo Brasil, e diante da crescente sofisticação das atividades e organizações criminosas dedicadas à lavagem de dinheiro, foi aprovada em 1998 a Lei nº 9.613, primeiro diploma legal brasileiro a tipificar reciclagem de capitais. A Lei de Lavagem foi atualizada em 2002, pela Lei nº 10.467, que introduziu crimes praticados por particular contra administração pública estrangeira como antecedentes da lavagem; em 2003, pela Lei nº 10.701, que dentre outras modificações teve a importante inovação de incluir o financiamento do terrorismo como antecedente da lavagem de dinheiro; e finalmente em 2012, quando o rol de infrações antecedentes foi ampliado, além de outras modificações que comentamos aqui.

então Ministério da Fazenda para o Ministério da Justiça e Segurança Pública, por meio da Medida Provisória nº 870/2019. Conforme comentários anteriores, tal transferência foi frustrada pelo Congresso, fazendo com que o órgão permanecesse sob o então denominado Ministério da Economia. Até a revisão deste artigo, em maio de 2019, O Decreto nº 9.663 não foi revogado, a despeito de tratar o Coaf como pertencendo ao Ministério da Justiça e Segurança Pública. Este decreto estabelece um novo estatuto para o Coaf, incluindo disposições atinentes ao Processo Administrativo Sancionador, a partir de seu artigo 18.

³² “Art. 64. Responderão como co-autores de crime de falsidade o gerente e o administrador de instituição financeira ou assemelhadas que concorrerem para que seja aberta conta ou movimentados recursos sob nome:

I - falso;

II - de pessoa física ou de pessoa jurídica inexistente;

III - de pessoa jurídica liquidada de fato ou sem representação regular.

Parágrafo único. É facultado às instituições financeiras e às assemelhadas, solicitar ao Departamento da Receita Federal a confirmação do número de inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas ou no Cadastro Geral de Contribuintes.”

A Lei de Lavagem tem natureza multidisciplinar. Como visto acima, parte de seus dispositivos estabelecem obrigações de controle administrativo de setores sensíveis, em que a atividade de lavagem tende a proliferar. Um dos princípios da lei, refletido em normas emanadas pelos diversos órgãos reguladores, atribui a pessoas e entidades privadas a obrigação de colaborar com a fiscalização e identificação de práticas criminosas, mediante constante análise e reporte de padrões e comportamentos suspeitos, fomentando a inteligência financeira como instrumento efetivo de prevenção e combate. Há aspectos de natureza penal, estipulando crimes e penas relacionadas à lavagem, e por fim aspectos processuais penais, que incluem medidas cautelares e outros dispositivos de persecução penal.

Muitos dos dispositivos da Lei de Lavagem já foram comentados em outras partes deste artigo, em decorrência de sua relação com a estrutura e órgãos que compõem o sistema brasileiro de prevenção e combate à lavagem de dinheiro e o financiamento do terrorismo. Aqui, vamos nos concentrar com mais detalhes nos principais daqueles ainda não explicados, tais como os atualizados em 2012.

Lei nº 12.683/12

A publicação, em 2012, da Lei nº 12.683 significou importante passo à frente no fortalecimento da rede de prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo. Ao aperfeiçoar a Lei nº 9.613/98, o novo texto legal tornou mais coesos os deveres das pessoas obrigadas e os instrumentos dos órgãos supervisores. Em especial, tornou-se obrigatório para todos os entes obrigados o cadastro no órgão supervisor, bem como a implementação de políticas, procedimentos e controles destinados à prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo. Ainda, agravou-se a multa pecuniária potencial em caso de descumprimento das normas.

Dentre os importantes avanços trazidos pela Lei nº 12.683 para a prevenção e combate à lavagem de dinheiro, destacam-se:

- *extinção do rol taxativo de crimes antecedentes, admitindo-se agora como crime antecedente da lavagem de dinheiro qualquer infração penal*³³;
- *inclusão das hipóteses de alienação antecipada e outras medidas assecuratórias que garantam que os bens não sofram desvalorização ou deterioração*³⁴;
- *inclusão de novos sujeitos obrigados, tais como cartórios, profissionais que exerçam atividades de assessoria ou consultoria financeira, representantes*

33 Lei nº 9.613/98: “Art. 1º Ocultar ou dissimular a natureza, origem, localização, disposição, movimentação ou propriedade de bens, direitos ou valores provenientes, direta ou indiretamente, de infração penal. Pena: reclusão, de 3 (três) a 10 (dez) anos, e multa.”

34 Lei nº 9.613/98: “Art. 4º O juiz, de ofício, a requerimento do Ministério Público ou mediante representação do delegado de polícia, ouvido o Ministério Público em 24 (vinte e quatro) horas, havendo indícios suficientes de infração penal, poderá decretar medidas assecuratórias de bens, direitos ou valores do investigado ou acusado, ou existentes em nome de interpostas pessoas, que sejam instrumento, produto ou proveito dos crimes previstos nesta Lei ou das infrações penais antecedentes.”

-
- *de atletas e artistas, feiras, dentre outros*³⁵;
*aumento do valor máximo da multa para R\$ 20 milhões*³⁶.

Enquadramento do Crime

Como indicado acima, segundo a redação atual da Lei nº 9.613 qualquer infração penal serve de antecedente para a prática da lavagem, mediante a caracterização dolosa das condutas indicadas no tipo, a saber, ocultar ou dissimular a natureza, origem, localização, disposição, movimentação ou propriedade de bens, direitos ou valores, de origem criminosa. Há outras condutas indicadas nos §§ 1º e 2º do art. 1º que sujeitam quem as pratica à mesma pena.

Neste ponto, cabe comentar uma mudança trazida ao inciso I do §2º, que estipula incorrer na mesma pena quem “utiliza, na atividade econômica ou financeira, bens, direitos ou valores provenientes de infração penal”. Até 2012, o dispositivo acima mencionado exigia o conhecimento de quem utiliza tais recursos, de que eram oriundos de crime, o que foi suprimido a partir da reforma da lei.

Ou seja, claramente o legislador de 2012 teve intenção de substituir a necessidade de dolo direto (necessário, por exemplo, para as condutas descritas no caput do art. 1º da lei) pelo dolo eventual, em outras palavras estendendo a tipicidade àquele que suspeita da proveniência delitiva dos bens e ainda assim os utiliza na atividade econômica ou financeira, assumindo com isto o risco de praticar lavagem de dinheiro. Embora exista certa discussão doutrinária sobre a eventual necessidade de intenção transcendental por parte de quem utiliza tais recursos – ou seja, se seria necessária a caracterização, para além da mera utilização, da intenção de ocultar ou dissimular os recursos – há relevantes opiniões de que é preciso identificar tal intenção³⁷, particularmente considerando a amplitude conferida pelo legislador ao campo da tipicidade subjetiva, por meio do dolo eventual.

Pessoas e Entidades Obrigadas

Como mencionado acima, a Lei nº 12.683 expandiu o rol de pessoas e entidades obrigadas sob a Lei de Lavagem. O princípio, todavia, que é consistente com a regulação internacional, permanece focado na cooperação privada, como instrumento de incentivo para que agentes dos diversos setores sensíveis às práticas de lavagem

35 Lei nº 9.613/98, art. 9º. A Lei Complementar nº 167/2019 incluiu no inciso V, par. único, deste artigo, as Empresas Simples de Crédito (ESC).

36 Lei nº 9.613/98, art. 12, inciso II, letra (c). Vide explicação sobre o processo administrativo punitivo do Coaf.

37 “Ao admitir o dolo eventual, o legislador brasileiro ampliou de tal forma o espectro típico no que se refere ao conhecimento da infração anterior, que se faz necessária uma restrição em outro campo, justamente na exigência de uma intenção transcendente, para além do mero uso.” BADARÓ; BOTTINI, op. cit. p. 163.)

A este mesmo respeito: “O mero proveito econômico do produto do crime não configura lavagem de dinheiro, é necessária a intenção de ocultar ou dissimular. Se o infrator utilizar-se do dinheiro obtido no crime para sua subsistência (comprar um carro de luxo, fazer viagens turísticas ou tomar um café), não existe aí o crime de lavagem, se for pego, pagará somente pelo crime original, que gerou os recursos ilícitos” RIZZO, op. cit. p. 116.)

continuamente implementem medidas e políticas que objetivem a identificação de práticas delitivas.

O artigo 9º da Lei de Lavagem indica o rol das instituições e pessoas obrigadas. Deverão cumprir as obrigações previstas na lei, e nos atos normativos relacionados ao seu respectivo setor de atividade, as pessoas físicas e jurídicas que tenham, em caráter permanente ou eventual, como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação e aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira; a compra e venda de moeda estrangeira ou ouro como ativo financeiro ou instrumento cambial; a custódia, emissão, distribuição, liquidação, negociação, intermediação ou administração de títulos ou valores mobiliários.

Até 2012, apenas pessoas jurídicas eram obrigadas a prestar informações e cadastrar clientes. Pessoas físicas não estavam sujeitas a tais obrigações, exceção feita apenas a algumas categorias, tais como aquelas que desenvolvessem atividades de agentes, dirigentes, procuradoras, comissionárias ou representantes de entidades estrangeiras que atuassem nos setores sensíveis, ou que comercializassem joias, pedras e metais preciosos, ou objetos de arte. No entanto, a Lei nº 12.683 determinou que todas as pessoas físicas que atuem em qualquer dos setores sensíveis devem observar as obrigações da Lei de Lavagem.

Adicionalmente, foram incluídas novas categorias de setores que passam a integrar o rol daqueles considerados sensíveis, do inciso XIII ao XVIII do art. 9º da Lei, a saber:

Art. 9º (...)

Parágrafo único. Sujeitam-se às mesmas obrigações:

(...)

XIII - as juntas comerciais e os registros públicos;

XIV - as pessoas físicas ou jurídicas que prestem, mesmo que eventualmente, serviços de assessoria, consultoria, contadoria, auditoria, aconselhamento ou assistência, de qualquer natureza, em operações:

a) de compra e venda de imóveis, estabelecimentos comerciais ou industriais ou participações societárias de qualquer natureza;

b) de gestão de fundos, valores mobiliários ou outros ativos;

c) de abertura ou gestão de contas bancárias, de poupança, investimento ou de valores mobiliários;

d) de criação, exploração ou gestão de sociedades de qualquer

natureza, fundações, fundos fiduciários ou estruturas análogas;

e) financeiras, societárias ou imobiliárias; e

f) de alienação ou aquisição de direitos sobre contratos relacionados a atividades desportivas ou artísticas profissionais;

XV - pessoas físicas ou jurídicas que atuem na promoção, intermediação, comercialização, agenciamento ou negociação de direitos de transferência de atletas, artistas ou feiras, exposições ou eventos similares;

XVI - as empresas de transporte e guarda de valores;

XVII - as pessoas físicas ou jurídicas que comercializem bens de alto valor de origem rural ou animal ou intermedeiem a sua comercialização; e

XVIII - as dependências no exterior das entidades mencionadas neste artigo, por meio de sua matriz no Brasil, relativamente a residentes no País.

A inclusão do inciso XIV gerou polêmica especialmente em relação a prestadores de serviços jurídicos. Pela redação da norma, bastaria a suspeita do prestador quanto à ocorrência do crime de lavagem, para que a comunicação seja devida. No entanto, no caso de advogados, seria em tese possível argumentar a incompatibilidade da norma com a Constituição Federal e com o Estatuto da Advocacia (Lei nº 8.906/94), que garantem sigilo profissional ao operador do direito.

O GAFI se manifesta a respeito desse tema de forma consistente com a mencionada interpretação, por meio de sua Recomendação 23 e em especial na correspondente nota interpretativa:

As obrigações definidas nas Recomendações 18 a 21 se aplicam a todas as atividades e profissões não financeiras designadas, sujeitas às seguintes qualificações:

(a) Advogados, tabeliães, outras profissões jurídicas independentes e contadores deveriam comunicar operações suspeitas quando, em nome de um cliente ou para um cliente, se envolverem em uma transação financeira relacionada às atividades descritas no parágrafo (d) da Recomendação 22. Os países são fortemente encorajados a estenderem a obrigação de comunicação às outras atividades profissionais de contadores, inclusive a de auditoria.

(...)

1. Não será exigido que advogados, tabeliães, outras profissões jurídicas independentes e contadores, quando atuarem como profissionais legais independentes, comuniquem transações suspeitas se as informações relevantes tiverem sido obtidas em circunstâncias em que estiverem sujeitos a segredo profissional ou privilégio profissional de natureza legal.

2. Cabe a cada país determinar as questões que se encaixariam em segredo profissional ou privilégio profissional de natureza legal. Normalmente, estão incluídas as informações que advogados, tabeliães ou outras profissões jurídicas independentes e contadores recebam ou obtenham por meio de clientes: (a) durante a averiguação da posição legal de seu cliente, ou (b) durante seu trabalho de defender ou representar tal cliente em processos judiciais, administrativos, de arbitragem ou mediação.

(...)»³⁸ (sem destaques no original)

De todo modo, um traço marcante da atualização legislativa de 2012 foi a ampliação do rol das entidades e pessoas obrigadas, claramente refletindo a tendência de estender para setores não financeiros da economia a obrigação de cooperação e fiscalização de atividades suspeitas que possam ter relação com as atividades de lavagem.

Obrigações Administrativas

As pessoas e entidades obrigadas sob a Lei de Lavagem em seu art. 9º têm obrigação de manutenção de cadastros e coleta de informações relacionadas a seus clientes (política conhecida como KYC, ou *know your client*), bem como de comunicar às autoridades atividades suspeitas potencialmente relacionadas à lavagem de dinheiro³⁹.

O artigo 10 da lei prevê as obrigações de identificação de clientes, manutenção de cadastros, registros de transações, além de obrigações de compliance, por meio da adoção de políticas, procedimentos e controles para combate à lavagem, compatíveis com porte da organização e volume de operações (qualificação esta introduzida pelo legislador em 2012). Ainda como novidades incluídas pela Lei nº 12.683, cumpre mencionar o dever de cadastro perante o Coaf, além do atendimento de requisições feitas por aquele órgão, as quais, como mencionamos acima, não necessitam de ordem judicial correspondente. O artigo 11 da Lei, por sua vez, impõe o dever de comunicação de operações suspeitas ao Coaf, assim entendidas aquelas que possam

38 Conforme divulgada em: Padrões Internacionais de Combate à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento do Terrorismo e da Proliferação - As Recomendações do GAFI – Fevereiro de 2012, em tradução à língua portuguesa coordenada pelo Coaf. Disponível em: <http://www.coaf.fazenda.gov.br/links-externos/As%20Recomendacoes%20GAFI.pdf>.

39 Vide item específico acima que trata da metodologia e ferramentas de comunicação ao Coaf.

constituir sérios indícios dos crimes previstos na Lei, segundo critérios emanados das autoridades competentes⁴⁰.

22.9. Instrução CVM Nº 301/99 e Edital de Audiência Pública 09/16

Instrução CVM nº 301/99

A CVM editou, em 16 de abril de 1999, sua Instrução 301, que dispõe sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa de que trata a Lei de Lavagem de Dinheiro. A norma tratou de estipular regras específicas para a área de competência regulatória da CVM, refletindo ainda os compromissos assumidos internacionalmente pelo Brasil, e as Recomendações do GAFI vigentes à ocasião.

Como mencionado anteriormente, um dos compromissos assumidos pelos membros do GAFI consiste em submeter-se periodicamente a processos de avaliação mútua, por meio dos quais é medido o grau de aderência do respectivo país às Recomendações emanadas pelo GAFI. Desde a sua criação, as recomendações do GAFI passaram por três revisões – em 1996, 2003 e 2012. As Instruções CVM nº 463, de 2008, 506, de 2011, 523, de 2012, 534, de 2013, e 553, de 2014, que atualizaram e modificaram a Instrução nº 301/99, serviram a incorporar, dentre outras questões, as expectativas do GAFI quando da última avaliação do Brasil por esse organismo, ocorrida em 2010, e que se pautou na versão das recomendações daquele organismo emanada em 2003. As recomendações do GAFI de 2012, por sua vez, serão internalizadas por meio da Instrução CVM que vier a substituir a nº 301/99, e que se encontra em discussão por meio do Edital de Audiência Pública SDM 09/16 (comentários mais detalhados abaixo).

Nos termos da Instrução nº 301, encontram-se sujeitas às obrigações nela previstas⁴¹ as pessoas que tenham, em caráter permanente ou eventual, como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a custódia, emissão, distribuição, liquidação, negociação, intermediação, consultoria ou administração de títulos ou valores mobiliários e a auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários; as entidades administradoras de mercados organizados; e as demais pessoas referidas no art. 9º da Lei nº 9.613/1998, que se encontrem sob disciplina e fiscalização exercidas pela CVM. Tais pessoas devem manter um diretor responsável pelo cumprimento das normas estipuladas pela Instrução, a quem deve ser conferido pleno acesso aos dados cadastrais

40 Os supervisores próprios de cada uma das áreas sensíveis editam normas a respeito dos critérios que constituem operações suspeitas, tais como aquelas já indicadas aqui emitidas pelo Bacen, Susep, Previc e CVM.

41 Instrução CVM nº 301/99, art. 2º.

dos clientes, bem como a quaisquer informações a respeito das operações realizadas⁴².

A Instrução determina que as pessoas a ela sujeitas mantenham cadastro atualizado de seus clientes, observando um conteúdo mínimo de informações pormenorizadas e classificadas por tipo de cliente, indicadas no Anexo I da Instrução. Dentre vários itens, destacam-se a necessidade de informar quaisquer alterações no prazo de 10 dias e a obrigatoriedade de constar declaração indicando os propósitos e a natureza da relação de negócios entre cliente e instituição. Tais cadastros devem ser atualizados para clientes ativos em intervalos não superiores a 24 meses.

Dentre as obrigações administrativas, a Instrução determina que as instituições devem adotar regras, procedimentos e controles internos, visando a confirmar as informações cadastrais de seus clientes, mantê-las atualizadas, e monitorar as operações⁴³ por eles realizadas, de forma a evitar o uso da conta por terceiros e identificar os beneficiários finais das operações. A identificação de beneficiários finais é uma ferramenta poderosa no combate à lavagem, e sua inclusão na norma atende especificamente à Recomendação 10 do GAFI⁴⁴.

A Instrução ainda traz regras específicas para pessoas consideradas politicamente expostas, cujos negócios devem ser supervisionados pelas instituições de forma ainda mais rigorosa⁴⁵, entendendo o regulador que tais pessoas são particularmente suscetíveis a circunstâncias envolvendo lavagem de dinheiro. Para fins da norma, pessoa politicamente exposta é aquela que desempenha ou tenha desempenhado, nos últimos 5 anos, cargos, empregos ou funções públicas relevantes, no Brasil ou em outros países, territórios e dependências estrangeiros, assim como seus representantes, familiares e outras pessoas de seu relacionamento próximo⁴⁶. O regulador ainda lista uma série de cargos no Brasil cujos ocupantes, independentemente do enquadramento no conceito anteriormente apresentado, são necessariamente entendidos como pessoas politicamente expostas.

O rol de operações suspeitas, que possam constituir sérios indícios de crimes previstos na Lei de Lavagem, encontra-se no art. 6º da Instrução. A lista tem caráter meramente exemplificativo, posto que as pessoas obrigadas sob a Instrução nº 301 devem comunicar ao Coaf, abstendo-se de dar ciência de tal ato a qualquer pessoa, inclusive àquela a qual se refira a informação, no prazo de 24 horas a contar da ocorrência que, objetivamente, permita fazê-lo, todas as transações, ou propostas de transação, que

42 Instrução CVM nº 301/99, art. 10.

43 Instrução CVM nº 301/99, art. 3º-A, inciso I.

44 Recomendação 10, conforme As Recomendações do GAFI – Fevereiro de 2012: “(...) *As medidas de Devida Diligência Acerca do Cliente (DDC) a serem adotadas são as seguintes: (...) (b) identificar o beneficiário e adotar medidas razoáveis para verificar a identidade de tal beneficiário, de forma que a instituição financeira obtenha conhecimento satisfatório sobre quem é o beneficiário. Para pessoas jurídicas e outras estruturas jurídicas, as instituições financeiras deveriam também compreender a propriedade e a estrutura de controle do cliente. (...)*”

45 Instrução CVM nº 301/99, art. 3º-A, incisos II em diante.

46 Instrução CVM nº 301/99, art. 3º-B.

possam ser consideradas sérios indícios de crimes de lavagem. Para tanto, a norma indica como parâmetro orientador a ser seguido pelas instituições (além do rol de transações suspeitas) aquelas em que se verifiquem características excepcionais no que se refere às partes envolvidas, forma de realização ou instrumentos utilizados, ou falta, objetivamente, fundamento econômico ou legal. Como incentivo adicional para a realização das comunicações, determina a Instrução que as comunicações de boa-fé não acarretarão responsabilidade civil ou administrativa⁴⁷.

Edital de Audiência Pública SDM 09/16

Em 17 dezembro de 2016 a CVM lançou, por meio da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, o Edital de Audiência Pública 09/16, por meio do qual divulgou uma minuta de instrução que dispõe sobre a prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo no âmbito do mercado de valores mobiliários, e que revogará, dentre outras, a Instrução nº 301/99.

Como mencionado anteriormente, as modificações pretendem internalizar a mais recente rodada de revisões das Recomendações do GAFI, de 2012, também referendadas por diversas organizações internacionais, tais como o FMI, o Banco Mundial, o G-20, o Comitê de Basileia, além do próprio Conselho de Segurança das Nações Unidas.

Dentre outras inovações, os principais elementos propostos por meio do Edital de Audiência Pública que representam aprimoramentos em relação à atual Instrução CVM nº 301/99 incluem: (a) a inserção do princípio da Abordagem Baseada em Risco (ABR) que servirá de base para a implementação de todas as obrigações contidas na nova Instrução; (b) a nomeação de dois diretores (e não mais apenas um) que atuarão no cumprimento da norma; (c) ampliação das regras relacionadas ao beneficiário final, incluindo sua conceituação; e (d) o novo rol de hipóteses de comunicações suspeitas.

A Abordagem Baseada em Risco (ABR) é um princípio que objetiva otimizar recursos humanos, materiais e de informação, possibilitando um gerenciamento eficaz das atividades que são desenvolvidas no processo de identificação, monitoramento, análise, e mitigação de riscos de lavagem de dinheiro e de financiamento ao terrorismo, introduzida pelo GAFI na sua Recomendação 1, quando da revisão de 2012. Como indicado acima, todos os dispositivos da norma passariam a ser guiados por esse princípio, devendo ser adotados segundo uma análise diferenciada de graus de risco para clientes, operações e situações diferentes.

Para implementação da estratégia acima, a minuta de norma indica que as instituições obrigadas deverão elaborar dois documentos: a Avaliação Interna de Riscos e a

47

Instrução CVM nº 301/99, art. 7º.

Política de PLDFT. A Avaliação Interna de Riscos é um diagnóstico anual, visando a dimensionar diferentes níveis de risco que devem ser considerados, inerentes dos clientes ativos, levando-se em consideração suas características, as operações, produtos, serviços e canais de distribuição usualmente utilizados, assim como sua localização geográfica. Já a Política de PLDFT é um conjunto de diretrizes emanadas pela alta administração das instituições, indicando como os riscos devem ser tratados e mitigados, sendo um verdadeiro guia para as áreas operacionais.

No que diz respeito aos diretores empenhados nas regras de combate à lavagem de dinheiro, a CVM demonstrou seu entendimento de que existe um conflito de interesses inerente entre a implementação das medidas de PLDFT e sua respectiva supervisão. Assim, a minuta de nova instrução estabelece que sejam nomeados dois diretores, sendo um responsável pelo cumprimento e outro pela supervisão dos procedimentos e controles internos. Pelo mesmo motivo exposto, as funções não podem ser desempenhadas pelo mesmo diretor (para conglomerados econômicos a indicação pode ser feita para todo o grupo).

Sobre a questão do beneficiário final, nota-se que a Instrução nº 301/99, embora traga a obrigação de estabelecimento de procedimentos que permitam sua identificação (inclusive listando como situação sujeita a comunicação sua eventual impossibilidade), não há um conceito do que seria tal beneficiário. A proposta de nova regulamentação, por outro lado, claramente determina que as informações cadastrais devem abranger representantes dos clientes, bem como a cadeia de participação societária, até alcançar a pessoa natural caracterizada como beneficiário final. O conceito é introduzido como sendo a pessoa natural ou grupo de pessoas naturais que efetivamente, direta ou indiretamente, possua, controle, influencie significativamente (mais de 25%) um cliente pessoa natural, pessoa jurídica ou outra estrutura jurídica em nome do qual uma transação esteja sendo conduzida ou dela se beneficie.

Finalmente, a proposta de regulamentação amplia significativamente o rol de operações consideradas suspeitas, que possam constituir sérios indícios de atividades relacionadas à lavagem de dinheiro. A minuta de nova instrução não apenas agrupou tais exemplos de transações ou situações de forma temática, como também apresentou novos tipos a serem observados quando do devido monitoramento. Deve ser frisado que algumas dessas hipóteses de comunicação não dependem da posse das informações cadastrais para que possam ser monitoradas. É sempre importante lembrar que a lista segue exemplificativa, e as instituições devem prestar especial atenção a quaisquer atipicidades que possam configurar os aludidos indícios, ainda que não estejam incluídas no rol.

23

OS DESAFIOS DA PENHORA EM RELAÇÃO A INVESTIMENTOS COM RESTRIÇÕES DE LIQUIDEZ

HENRIQUE BONJARDIM FILIZZOLA

*ADVOGADO E MEMBRO DA COMISSÃO JURÍDICA DA ABRASCA.
MESTRADO (LATU SENSU) EM DIREITO CONTRATUAL PELA PONTIFÍCIA
UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO. MESTRE EM DIREITO
(LL.M.) PELA DURHAM UNIVERSITY LAW SCHOOL (INGLATERRA).*

23.1. Introdução

A preocupação com a efetividade da tutela jurisdicional é um tema que permeia a realidade da Justiça brasileira, constantemente questionada em relação à falta de rapidez e de efetividade na solução das lides. Assim, ao longo dos últimos anos, esforços têm sido envidados para modificar a legislação processual brasileira com o objetivo primordial de garantir mecanismos que assegurem, em caso de violação de direitos, a devida reparação do dano de forma rápida e efetiva.

Nesse contexto, com os avanços tecnológicos da atualidade, o Bacen Jud surgiu como ferramenta eficaz no auxílio da prestação da tutela jurisdicional, conferindo maior agilidade à penhora eletrônica, também conhecida como penhora *on-line*.

A penhora *on-line* tem por objeto não apenas “dinheiro em depósito”, mas também “aplicação financeira” (art. 854 do CPC). Falar de aplicação financeira remete ao mercado financeiro e aos seus produtos, cada vez mais complexos e sofisticados, cujas particularidades nem sempre são conhecidas com profundidade pelos juízes e pelos advogados. Quando se trata de ativos financeiros sem liquidez, tal falta de conhecimento tende a resultar em problemas.

Este escrito tem por objeto certos aspectos da penhora, como instrumento de efetivação da tutela jurisdicional, da penhora *on-line*, existente no ordenamento desde a publicação da Lei nº 11.382/06, do Bacen Jud, enquanto ferramenta que viabiliza a penhora *on-line*, e de conceitos do mercado financeiro, que interferem na constrição de ativos financeiros sem liquidez.

23.2. Penhora – Aspectos Gerais

A penhora é ato processual, por meio do qual “*se especifica o bem que irá responder pela execução*”¹. É o ato por meio do qual um ou mais bens são destacados da universalidade do patrimônio responsável pela dívida (que intuitivamente é o do devedor, mas pode também ser o de terceiro, assim como pode haver parcela do patrimônio do devedor não sujeita à penhora), ficando afetado àquela obrigação específica, inclusive para fins de *expropriação*.

O bem penhorado deve ser *alienável* e dotado de *valor economicamente apreciável*², a fim de que se preste à satisfação da pretensão objeto da execução.

Naturalmente, a penhora deve circunscrever-se aos bens suficientes para fazer frente ao valor da execução³. Daí a especial relevância da correta avaliação dos bens penhorados, que permitirá a identificação de situações de insuficiência ou excesso de penhora.

1 Dinamarco, Cândido Rangel. *Instituições de Direito Processual Civil*. São Paulo: Malheiros, 2004, p. 520.v. 4.

2 Dinamarco, op. cit. p. 524.

3 Fux, Luiz. *O Novo Processo de Execução*. Rio de Janeiro. Forense, 2008, p. 150. v.4.

O bem penhorado pode satisfazer a obrigação inadimplida tanto de forma *direta*, quando reverter diretamente ao credor, incorporando-se ao seu patrimônio, tal como na hipótese de adjudicação (art. 876 do CPC), quanto de forma *indireta*, quando for alienado a terceiro e convertido em dinheiro, com a reversão ao credor não do bem em si, mas do produto de sua venda, tal como nas hipóteses de alienação por iniciativa particular (art. 880 do CPC) e em hasta pública (art. 881 e seguintes do CPC).

A penhora (por termo ou por auto, conforme seja lavrada pelo cartório ou por oficial de justiça) produz três efeitos conservativos principais⁴: (i) individualizar e apreender o bem; (ii) privar o executado da detenção física do bem; e (iii) atribuir direito de preferência ao exequente sobre o bem (sem prejuízo de preferências anteriores). Produz, ainda, efeitos materiais importantes, como tornar ineficaz, para o juízo e o exequente, eventuais atos de alienação do bem e a alteração da titularidade de sua posse direta (que passa ao depositário⁵).

Desde o advento das Leis nº 11.232/05 e 11.382/06, responsáveis pela introdução do procedimento de cumprimento de sentença e por uma série de inovações no processo de execução, ainda sob a vigência do Código de Processo Civil de 1973, é facultado ao exequente nomear bens à penhora desde logo na execução – o que, antes, era faculdade conferida inicialmente ao devedor. À falta de indicação, poderá o exequente requerer que o oficial de justiça penhore, por meio de auto, os bens que encontrar, ou que o executado indique bens à constrição. Essa sistemática foi mantida no Código de Processo Civil de 2015.

Na execução, é preciso conciliar duas ideias: a de que ela se desenvolve no interesse do exequente, mas que deve ser feita do modo menos gravoso ao executado (art. 805 do CPC). Reflexo disso é o estabelecimento de uma ordem legal de preferência no art. 835 do Código de Processo Civil, a ser ordinariamente observada. Nessa lista, o dinheiro – em espécie, depósito ou aplicação junto à instituição financeira – tem prioridade, já que dispensa a monetização do bem penhorado⁶:

Art. 835. A penhora observará, preferencialmente, a seguinte ordem:

I - dinheiro, em espécie ou em depósito ou aplicação em instituição financeira;

II - títulos da dívida pública da União, dos Estados e do Distrito Federal com cotação em mercado;

III - títulos e valores mobiliários com cotação em mercado;

4 Didier Jr., Fredie et al. Curso de Direito Processual Civil. 4. ed. Salvador, Juspodium, 2012, p. 542. v. 5.

5 Ainda que o próprio devedor seja nomeado depositário (art. 840, § 2º do atual CPC), há alteração da titularidade da posse do bem, pois o devedor detém o bem na qualidade de depositário.

6 Exceção feita às execuções de crédito com garantia real, em que a penhora recairá, preferencialmente, sobre o bem objeto da garantia.

IV - veículos de via terrestre;

V - bens imóveis;

VI - bens móveis em geral;

VII - semoventes;

VIII - navios e aeronaves;

IX - ações e quotas de sociedades simples e empresárias;

X - percentual do faturamento de empresa devedora;

XI - pedras e metais preciosos;

XII - direitos aquisitivos derivados de promessa de compra e venda e de alienação fiduciária em garantia;

XIII - outros direitos.

§ 1º É prioritária a penhora em dinheiro, podendo o juiz, nas demais hipóteses, alterar a ordem prevista no caput de acordo com as circunstâncias do caso concreto.

§ 2º Para fins de substituição da penhora, equiparam-se a dinheiro a fiança bancária e o seguro garantia judicial, desde que em valor não inferior ao do débito constante da inicial, acrescido de trinta por cento.

§ 3º Na execução de crédito com garantia real, a penhora recairá sobre a coisa dada em garantia, e, se a coisa pertencer a terceiro garantidor, este também será intimado da penhora.

Note-se que a ordem de preferência de bens a serem penhorados foi substancialmente alterada no Código de Processo Civil de 2015 em comparação com o diploma de 1973. No referido art. 835 transcrito acima, os títulos da dívida pública da União, dos Estados e do Distrito Federal e os títulos e valores mobiliários com cotação em mercado passam a ocupar a segunda e a terceira posições no rol de bens penhoráveis, atrás apenas do dinheiro em espécie. Anteriormente, tais bens ocupavam a nona e a décima posição, como dispunha o art. 655 do diploma revogado.

Compete ao exequente, no momento da nomeação de bens a penhora e, sobretudo, ao executado, quando da indicação, observar a ordem legal de preferência. Os deveres impostos ao executado nessa seara, se não observados, em determinadas situações, podem inclusive ensejar a caracterização de ato atentatório à dignidade da justiça, nos

termos do art. 774, V, do Código de Processo Civil.

Nada obstante, a ordem do referido art. 835 não é absoluta. Os parágrafos do referido dispositivo contemplam entendimento jurisprudencial e doutrinário consolidado sob a vigência do Código de 1973, no sentido de que, não obstante seja prioritária a penhora de dinheiro, cabe ao juiz alterar a ordem de preferência de acordo com as circunstâncias específicas de cada caso concreto, sobretudo à luz das noções de proporcionalidade, razoabilidade, efetividade e celeridade do processo executivo e menor onerosidade para o devedor⁷.

23.3. Penhora de Ativos Financeiros

O inciso I do art. 835 do Código de Processo Civil de 2015 é idêntico ao inciso I do art. 655 do diploma de 1973, com a redação dada pela Lei nº 11.382/2006, e faz referência à penhora de *“dinheiro, em espécie ou em depósito ou aplicação em instituição financeira”*.

A Lei nº 11.382/06, publicada ainda na vigência do Código de 1973, solucionou alguns problemas relacionados à penhora de dinheiro e à satisfação da pretensão do exequente, notadamente ao conferir meios ao exequente para saber se o executado possui dinheiro depositado ou aplicado e junto a qual instituição financeira. Com efeito, com a sofisticação do mercado financeiro e a facilidade de movimentação de recursos mediante o simples apertar de uma tecla de computador, os antigos meios de investigação do patrimônio do devedor, como expedição de ofício a banco, requisição de cópias de declarações de imposto de renda etc. mostraram-se completamente obsoletos e insuficientes para a localização e constrição de ativos financeiros do devedor.

Ademais, antes da referida lei, para que fosse possível a expedição de ordem judicial à Receita Federal e/ou ao Banco Central visando ao bloqueio eletrônico de depósitos ou aplicações financeiras, a jurisprudência dominante exigia a comprovação, pelo exequente, do esgotamento, sem sucesso, de todos os meios de obtenção de informações sobre possíveis bens do executado⁸, em entendimento que, a nosso ver, beneficiava de

7 Destaque-se, nesse sentido, o seguinte entendimento do Col. Superior Tribunal de Justiça: Conforme entendimento da jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça: “a jurisprudência deste Sodalício se firmou no sentido de que a ordem de preferência estabelecida no art. 655 do CPC não encerra hipótese absoluta para a enumeração de bens à penhora. Esta deve observar as circunstâncias do caso concreto, bem como, a potencialidade de satisfazer o crédito e a forma menos onerosa para o devedor. Precedentes (REsp nºs 145.610/SP e 445.684/SP)” (STJ, 5ª Turma, AgRg no Ag 445.111/SP, Rel. Ministro Jorge Scartezzini, j. 21.10.03, DJ 19.12.03, p. 566).

8 EXECUÇÃO FISCAL. ARTIGO 557 DO CÓDIGO DE PROCESSO CIVIL. QUEBRA DE SIGILO BANCÁRIO. SISTEMA BACEN JUD. ESGOTAMENTO DA VIA EXTRAJUDICIAL. AFERIÇÃO. IMPOSSIBILIDADE. SÚMULA 7/STJ. 1. Não há violação ao artigo 557 do Código de Processo Civil quando o Relator se utiliza da permissão dada pelo legislador para negar seguimento a recurso interposto em frontal oposição à jurisprudência dominante no respectivo Tribunal ou nos Tribunais Superiores.

2. Admite-se a quebra do sigilo fiscal ou bancário do executado para que a Fazenda Pública obtenha informações sobre a existência de bens do devedor inadimplente, mas somente após restarem esgotadas todas as tentativas de obtenção dos dados pela via extrajudicial.

3. Infirmar as conclusões a que chegou o acórdão recorrido de que não foram esgotados todos os meios extrajudiciais para obtenção de informações para justificar a utilização do sistema BACEN JUD, demandaria a incursão na seara fático-

maneira exagerada e injusta o devedor.

A mesma Lei nº 11.382/06, todavia, realizou verdadeira mudança de paradigma no que se refere à execução, no sentido de que esta se processa no interesse do credor. Assim, instituiu a penhora on line, via sistema Bacen-Jud, permitindo a requisição de informações pelo magistrado, preferencialmente por via eletrônica, à autoridade supervisora do sistema bancário nacional, e, mais do que isso, o imediato bloqueio do patrimônio financeiro do devedor até o limite do valor do crédito, viabilizando, efetivamente, a concretização da penhora de numerário.

Passados cerca de 12 (doze) anos de vigência da medida, não mais se questiona sua legitimidade e legalidade e tampouco se ela dependeria de prévio esgotamento das diligências para localização de bens do devedor⁹.

probatória dos autos, tarefa essa soberana às Instâncias ordinárias, o que impede a cognição da pretensão recursal, ante o óbice da Súmula 7 deste Tribunal.

4. O artigo 185-A do Código Tributário Nacional, acrescentado pela Lei Complementar nº 118/05, também corrobora a necessidade de exaurimento das diligências para localização dos bens penhoráveis, pressupondo um esforço prévio do credor na identificação do patrimônio do devedor, quando assim dispõe: “Art. 185-A. Na hipótese de o devedor tributário, devidamente citado, não pagar nem apresentar bens à penhora no prazo legal e não forem encontrados bens penhoráveis, o juiz determinará a indisponibilidade de seus direitos, comunicando a decisão, preferencialmente por meio eletrônico, aos órgãos e entidades que promovem registros de transferência de bens, especialmente ao registro público de imóveis e às autoridades supervisoras do mercado bancário e do mercado de capitais, a fim de que, no âmbito de suas atribuições, façam cumprir a ordem judicial”.

5. Recurso especial improvido. (REsp 796.485/PR, Rel. Ministro CASTRO MEIRA, SEGUNDA TURMA, julgado em 02/02/2006, DJ 13/03/2006, p. 305)

9 O Superior Tribunal de Justiça, no julgamento do Recurso Especial nº 1.184.765 – PA, realizado sob o regime dos recursos repetitivos, pacificou a questão, concluindo que, sob a égide da Lei 11.382/2006, a referida exigência já não se justificava: “A utilização do Sistema BACEN-JUD, no período posterior à vacatio legis da Lei 11.382/2006 (21.01.2007), prescinde do exaurimento de diligências extrajudiciais, por parte do exequente, a fim de se autorizar o bloqueio eletrônico de depósitos ou aplicações financeiras (Precedente da Primeira Seção: EREsp 1.052.081/RS, Rel. Ministro Hamilton Carvalhido, Primeira Seção, julgado em 12.05.2010, DJe 26.05.2010. Precedentes das Turmas de Direito Público: REsp 1.194.067/PR, Rel. Ministra Eliana Calmon, Segunda Turma, julgado em 22.06.2010, DJe 01.07.2010; AgRg no REsp 1.143.806/SP, Rel. Ministro Humberto Martins, Segunda Turma, julgado em 08.06.2010, DJe 21.06.2010; REsp 1.101.288/RS, Rel. Ministro Benedito Gonçalves, Primeira Turma, julgado em 02.04.2009, DJe 20.04.2009; e REsp 1.074.228/MG, Rel. Ministro Mauro Campbell Marques, Segunda Turma, julgado em 07.10.2008, DJe 05.11.2008. Precedente da Corte Especial que adotou a mesma exegese para a execução civil: REsp 1.112.943/MA, Rel. Ministra Nancy Andrighi, julgado em 15.09.2010).

(...)

Deveras, antes da vigência da Lei 11.382/2006, encontravam-se consolidados, no Superior Tribunal de Justiça, os entendimentos jurisprudenciais no sentido da relativização da ordem legal de penhora prevista nos artigos 11, da Lei de Execução Fiscal, e 655, do CPC (EDcl nos EREsp 819.052/RS, Rel. Ministro Humberto Martins, Primeira Seção, julgado em 08.08.2007, DJ 20.08.2007; e EREsp 662.349/RJ, Rel. Ministro José Delgado, Rel. p' Acórdão Ministra Eliana Calmon, Primeira Seção, julgado em 10.05.2006, DJ 09.10.2006), e de que o bloqueio eletrônico de depósitos ou aplicações financeiras (mediante a expedição de ofício à Receita Federal e ao BACEN) pressupunha o esgotamento, pelo exequente, de todos os meios de obtenção de informações sobre o executado e seus bens e que as diligências restassem infrutíferas (REsp 144.823/PR, Rel. Ministro José Delgado, Primeira Turma, julgado em 02.10.1997, DJ 17.11.1997; AgRg no Ag 202.783/PR, Rel. Ministro Carlos Alberto Menezes Direito, Terceira Turma, julgado em 17.12.1998, DJ 22.03.1999; AgRg no REsp 644.456/SC, Rel. Ministro José Delgado, Rel. p' Acórdão Ministro Teori Albino Zavascki, Primeira Turma, julgado em 15.02.2005, DJ 04.04.2005; REsp 771.838/SP, Rel. Ministro Castro Meira, Segunda Turma, julgado em 13.09.2005, DJ 03.10.2005; e REsp 796.485/PR, Rel. Ministro Castro Meira, Segunda Turma, julgado em 02.02.2006, DJ 13.03.2006).

A introdução do artigo 185-A no Código Tributário Nacional, promovida pela Lei Complementar 118, de 9 de fevereiro de 2005, corroborou a tese da necessidade de exaurimento das diligências conducentes à localização de bens passíveis de penhora antes da decretação da indisponibilidade de bens e direitos do devedor executado.

(...) A antinomia aparente entre o artigo 185-A, do CTN (que cuida da decretação de indisponibilidade de bens e direitos do devedor executado) e os artigos 655 e 655-A, do CPC (penhora de dinheiro em depósito ou aplicação financeira) é superada com a aplicação da Teoria pós-moderna do Diálogo das Fontes, idealizada pelo alemão Erik Jayme e aplicada, no Brasil, pela primeira vez, por Cláudia Lima Marques, a fim de preservar a coexistência entre o Código de Defesa do Consumidor e o novo Código Civil. Com efeito, consoante a Teoria do Diálogo das Fontes, as normas gerais mais benéficas supervenientes

Desde que instituída, a penhora *on line* converteu-se na principal ferramenta para a execução por quantia certa contra devedor solvente.¹⁰ Tal instituto foi aperfeiçoado no Código de Processo Civil de 2015:

Art. 854. Para possibilitar a penhora de dinheiro em depósito ou em aplicação financeira, o juiz, a requerimento do exequente, sem dar ciência prévia do ato ao executado, determinará às instituições financeiras, por meio de sistema eletrônico gerido pela autoridade supervisora do sistema financeiro nacional, que torne indisponíveis ativos financeiros existentes em nome do executado, limitando-se a indisponibilidade ao valor indicado na execução.

§1º. No prazo de 24 (vinte e quatro) horas a contar da resposta, de ofício, o juiz determinará o cancelamento de eventual indisponibilidade excessiva, o que deverá ser cumprido pela instituição financeira em igual prazo.

§2º. Tornados indisponíveis os ativos financeiros do executado, este será intimado na pessoa de seu advogado ou, não o tendo, pessoalmente.

§3º. Incumbe ao executado, no prazo de 5 (cinco) dias, comprovar que:

I – as quantias tornadas indisponíveis são impenhoráveis;

II – ainda remanesce indisponibilidade excessiva de ativos financeiros.

§4º. Acolhida qualquer das arguições dos incisos I e II do §3º., o juiz determinará o cancelamento de eventual indisponibilidade irregular ou excessiva, a ser cumprido pela instituição financeira em 24 (vinte e quatro) horas.

preferem à norma especial (concebida para conferir tratamento privilegiado a determinada categoria), a fim de preservar a coerência do sistema normativo. Deveras, a ratio essendi do artigo 185-A, do CTN, é erigir hipótese de privilégio do crédito tributário, não se revelando coerente “colocar o credor privado em situação melhor que o credor público, principalmente no que diz respeito à cobrança do crédito tributário, que deriva do dever fundamental de pagar tributos (artigos 145 e seguintes da Constituição Federal de 1988)” (REsp 1.074.228/MG, Rel. Ministro Mauro Campbell Marques, Segunda Turma, julgado em 07.10.2008, DJe 05.11.2008). Assim, a interpretação sistemática dos artigos 185-A, do CTN, com os artigos 11, da Lei 6.830/80 e 655 e 655-A, do CPC, autoriza a penhora eletrônica de depósitos ou aplicações financeiras independentemente do exaurimento de diligências extrajudiciais por parte do exequente. À luz da regra de direito intertemporal que preconiza a aplicação imediata da lei nova de índole processual, infere-se a existência de dois regimes normativos no que concerne à penhora eletrônica de dinheiro em depósito ou aplicação financeira: (i) período anterior à égide da Lei 11.382, de 6 de dezembro de 2006 (que obedeceu a vacatio legis de 45 dias após a publicação), no qual a utilização do Sistema BACEN-JUD pressupunha a demonstração de que o exequente não lograra êxito em suas tentativas de obter as informações sobre o executado e seus bens; e

(ii) período posterior à vacatio legis da Lei 11.382/2006 (21.01.2007), a partir do qual se revela prescindível o exaurimento de diligências extrajudiciais a fim de se autorizar a penhora eletrônica de depósitos ou aplicações financeiras.

(...) Destarte, o bloqueio eletrônico dos depósitos e aplicações financeiras dos executados, determinado em 2008 (período posterior à vigência da Lei 11.382/2006), não se condicionava à demonstração da realização de todas as diligências possíveis para encontrar bens do devedor. (STJ, 1ª Seção, REsp 1.184.765 - PA, Rel. Ministro Luiz Fux, julgado em 24/11/2010)

§5º. Rejeitada ou não apresentada a manifestação do executado, converter-se-á a indisponibilidade em penhora, sem necessidade de lavratura de termo, devendo o juiz da execução determinar à instituição financeira depositária que, no prazo de 24 (vinte e quatro) horas, transfira o montante indisponível para conta vinculada ao juízo da execução.

§6º. Realizado o pagamento da dívida por outro meio, o juiz determinará, imediatamente, por sistema eletrônico gerido pela autoridade supervisora do sistema financeiro nacional, a notificação da instituição financeira para que, em até 24 (vinte e quatro) horas, cancele a indisponibilidade.

§7º. As transmissões das ordens de indisponibilidade, de seu cancelamento e de determinação de penhora previstas neste artigo far-se-ão por meio de sistema eletrônico gerido pela autoridade supervisora do sistema financeiro nacional.

§8º. A instituição financeira será responsável pelos prejuízos causados ao executado em decorrência da indisponibilidade de ativos financeiros em valor superior ao indicado na execução ou pelo juiz, bem como na hipótese de não cancelamento da indisponibilidade no prazo de 24 (vinte e quatro) horas, quando assim determinar o juiz.

§9º. Quando se tratar de execução contra partido político, o juiz, a requerimento do exequente, determinará às instituições financeiras, por meio de sistema eletrônico gerido por autoridade supervisora do sistema bancário, que tornem indisponíveis ativos financeiros somente em nome do órgão partidário que tenha contraído a dívida executada ou que tenha dado causa à violação de direito ou ao dano, ao qual cabe exclusivamente a responsabilidade pelos atos praticados, na forma da lei”.

Como se vê, o artigo 854 do Código em vigor assegura a efetivação da indisponibilidade de dinheiro em depósito ou aplicação financeira sem que seja dada ciência ao executado – retirando a possibilidade de que este desvie todos os depósitos e aplicações antes da requisição de informações pelo juiz.

O diploma inova, ainda, ao reforçar a seriedade e a cooperação dos entes do sistema financeiro nacional no § 8º do citado artigo 854, que atribui à instituição financeira responsabilidade – ao que tudo indica, objetiva –

“pelos prejuízos causados ao executado em decorrência da indisponibilidade de ativos financeiros em valor superior ao indicado na execução ou pelo juiz, bem como na hipótese de não cancelamento da indisponibilidade no prazo de 24 (vinte e quatro) horas, quando assim determinar o juiz”.

Nesse cenário, em que a eficiência da penhora on-line a alçou à condição de uma das principais ferramentas do processo executivo, é que se faz necessário que a sua utilização seja feita com a devida cautela, de modo a evitar que a facilidade do seu uso não acabe por trazer prejuízos às partes e a terceiros.

23.4. Bacen Jud

Antes de abordar os problemas que envolvem a penhora de determinados ativos financeiros, é importante, ainda que resumidamente, explicar o funcionamento do sistema Bacen Jud.

A fim de instrumentalizar a penhora on-line, foi criado o Bacen Jud, sistema que permite a comunicação entre o Poder Judiciário e as instituições financeiras, por intermédio do Banco Central do Brasil.

O Bacen Jud foi pensado para substituir o ofício de papel na requisição de informações, determinação de bloqueio, transferência de valores e eventual desbloqueio, conferindo maior agilidade, segurança e economia ao processo de penhora.

A operacionalização e a utilização do sistema Bacen Jud são reguladas pelo Convênio de Cooperação Técnico-Institucional, celebrado entre o Banco Central do Brasil, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) e o Conselho da Justiça Federal (CJF), e pelo Regulamento Bacen Jud 2.0.

De acordo com o Convênio de Cooperação, o Bacen Jud pode ser utilizado pelo STJ, pelo CJF e pelos tribunais que a ele aderirem para fins de envio de ordens judiciais e acesso às respostas das instituições financeiras, via internet. Para efeito do Convênio, são consideradas instituições financeiras, entre outras, o Banco do Brasil, a Caixa Econômica Federal, os bancos comerciais, os bancos múltiplos e demais instituições sob supervisão do Banco Central.

Entre outras atribuições e responsabilidades, cabe ao Bacen tornar disponível o sistema Bacen Jud e demais aplicativos necessários à sua operacionalização, tornar disponível, às instituições financeiras, arquivo consolidado das ordens judiciais encaminhadas pelo Poder Judiciário e tornar disponíveis, ao Poder Judiciário, as respostas das ordens judiciais enviadas pelas instituições financeiras.

As ordens judiciais de bloqueio abrangem os saldos existentes em contas de depósitos à vista (contas-correntes), de investimento e de poupança, depósitos a prazo, aplicações financeiras e demais ativos sob a administração e/ou custódia das instituições financeiras, até o limite especificado na ordem, e incidem sobre o saldo credor inicial, livre e disponível, apurado no dia útil seguinte ao do recebimento do arquivo consolidado pelo Banco Central.

O bloqueio não se estende aos valores creditados após o cumprimento da ordem, nem a quaisquer limites de crédito, como o cheque especial. Cumprida a ordem judicial sem que seja alcançado o montante indicado na ordem judicial, caso seja necessário complementar o valor bloqueado, nova ordem será necessária.

Nos casos em que a ordem judicial especificar a instituição financeira, a agência e o número da conta, o cumprimento da ordem está limitado ao saldo da conta e aplicações a ela vinculadas. As instituições financeiras estão dispensadas de efetivar o bloqueio quando o saldo consolidado das contas atingidas for igual ou inferior a dez reais.

Caso a ordem não especifique instituição financeira, agência e conta-corrente, devem se considerar compreendidos por ela todos os ativos do réu/executado, independentemente de quem seja o administrador e/ou custodiante. Por outro lado, se a ordem judicial especificar determinada instituição financeira ou agência, então o bloqueio deverá recair somente sobre os ativos ali existentes.

Enquanto não houver determinação de desbloqueio ou transferência, os valores permanecerão bloqueados nas contas ou aplicações financeiras atingidas pela ordem judicial. Os valores bloqueados não são remunerados e, com relação àqueles bloqueados em aplicações financeiras, podem estar sujeitos a oscilações de mercado. Mediante o recebimento de ordem de transferência, a instituição financeira deverá efetivá-la, independentemente do vencimento do contrato de aplicação financeira ou da “data de aniversário” da conta de poupança¹¹.

23.5. A penhora, movimentação e excussão de ativos financeiros com restrição de liquidez

Como já anunciado, a penhora eletrônica de dinheiro ou aplicação financeira via Bacen Jud é uma ferramenta bastante eficiente, o que levou à sua utilização em larga escala. Com essa utilização, vieram a reboque alguns problemas.

Alguns desses problemas se relacionam com o desconhecimento dos operadores do Direito e do público em geral acerca das características de determinados ativos financeiros, cada vez mais complexos e sofisticados. Em certas situações, até mesmo terceiros e instituições financeiras acabam sofrendo as consequências desse desconhecimento.

A expressão “ativos financeiros” é comumente utilizada para designar qualquer modalidade de investimento disponível para aplicação no mercado financeiro¹². Dentre os diversos tipos de ativos financeiros disponíveis no mercado, podemos dividi-los em

11 A data de aniversário da conta de depósito de poupança é a data em que ocorre o pagamento da remuneração e corresponde ao dia do mês de sua abertura. (Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/poupanca/poupanca.asp>. Acesso em: 3 jun. 2021.)

12 Ao tratar da regulação dos fundos de investimento, a Comissão de Valores Mobiliários criou definição para ativos financeiros, conforme prevista, a partir de 1º de outubro de 2015, pela Instrução CVM nº 555/14, em seu art. 2º, inciso V (esta Instrução veio em substituição à Instrução CVM nº 409/04).

quatro principais grupos, conforme o tipo de emissor do ativo.

Assim, existem os ativos financeiros de emissão: (i) das instituições financeiras, a exemplo dos Certificados de Depósito Bancário¹³, das Letras de Crédito Imobiliário¹⁴, das Letras de Crédito do Agronegócio¹⁵ e das Letras Financeiras¹⁶; (ii) de pessoas físicas e jurídicas de direito privado (que não as instituições financeiras), a exemplo das Cédulas de Crédito Bancário¹⁷, dos Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio¹⁸ e das Debêntures¹⁹; (iii) de fundos de investimento, que emitem cotas; e (iv) da União, Estados e Municípios, que emitem títulos públicos.

No contexto do mercado financeiro, os ativos financeiros têm por finalidade permitir a transferência de recursos dos agentes superavitários, ou seja, aqueles cuja capacidade de poupança supera suas necessidades de investimento, para os agentes deficitários, quais sejam, aqueles cujas pretensões de investimento excedem sua capacidade de geração de poupança^{20 21}.

Assim, por exemplo, uma empresa que precise de recursos para investir em suas atividades pode emitir debêntures junto ao mercado, ou pode contratar um empréstimo junto à determinada instituição financeira, mediante a emissão de uma cédula de crédito bancário. Da mesma forma, famílias que tenham capacidade de poupança maior do que suas necessidades de consumo podem investir em certificados de depósito bancário de emissão de instituições financeiras. Mesmo a União, os Estados e os Municípios, buscando equilibrar suas contas, podem captar recursos junto ao mercado, mediante a emissão de títulos públicos.

Ademais, as instituições financeiras e os fundos de investimento desempenham papéis específicos dentro do mercado financeiro, conforme segue.

As instituições financeiras atuam como intermediários financeiros, captando recursos dos agentes superavitários (investidores) e os emprestando às pessoas, físicas ou jurídicas (tomadores). Elas são remuneradas pela diferença entre seu custo de captação e o que cobram dos tomadores, também conhecida como *spread*²². Os fundos de investimento, por sua vez, são estruturas de investimento coletivo que aproximam investidores de tomadores. Ao reunir grande volume de recursos e oferecer uma administração especializada, os fundos de investimento tornam acessíveis a investidores

13 Instituídas pela Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, conforme alterada.

14 Instituídas pela Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, conforme alterada.

15 Instituídas pela Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, conforme alterada.

16 Instituídas pela Lei nº 12.249, de 11 de junho de 2010, conforme alterada.

17 Instituídas pela Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, conforme alterada.

18 Instituídas pela Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, conforme alterada.

19 Instituídas pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 2015, conforme alterada.

20 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*, 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro, Renovar, 2011, p. 2.

21 O MERCADO de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários". 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 30.

22 Ibid., p. 32.

alternativas de investimento que não estariam disponíveis caso decidissem investir individualmente²³.

Embora os ativos financeiros se assemelhem por instrumentalizar a alocação de recursos na economia, não são todos eles que possuem liquidez imediata, ou seja, não são todos eles de fácil monetização, por simples solicitação do investidor ou ordem judicial.

A maior oferta de fundos de investimento tornou-os acessíveis a uma grande parcela da população. Como a maioria deles se caracteriza por elevada liquidez e poucas restrições ao resgate dos valores neles aplicados, criou-se a falsa percepção de que todos eles permitiriam a instantânea liquidação das respectivas cotas, de modo a permitir, sem qualquer dificuldade, até a constrição dessas cotas em eventual execução contra o seu titular.

Ocorre que os fundos de investimento são objeto de regulamentação própria da Comissão de Valores Mobiliários. Tal regulamentação atribui características próprias a esses fundos, que não podem ser alteradas ou ignoradas pelo Poder Judiciário.

Além disso, os direitos e obrigações do investidor perante o fundo são definidos pelo respectivo regulamento deste. A instituição administradora do fundo, portanto, só está autorizada, por exemplo, a realizar o resgate das cotas de acordo com o disposto na regulamentação aplicável e no regulamento do fundo.

Em termos de liquidez, os fundos de investimento podem ser organizados de duas formas: (i) fundos abertos, normalmente constituídos para existir por tempo indeterminado, ou (ii) fundos fechados, que podem ter tempo de duração determinado ou indeterminado, conforme os objetivos de investimento do fundo²⁴.

A Instrução CVM nº 555/14, que dispõe sobre as características comuns a todos fundos de investimento, classifica os fundos de investimento em abertos ou fechados, conforme seja ou não admissível o resgate das cotas de sua emissão antes do término do prazo de duração do fundo.

Nos fundos abertos, os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo, cabendo ao fundo entregar ao cotista o valor correspondente, de acordo com as regras previstas em seu regulamento. Já nos fundos fechados, o resgate de cotas é permitido apenas ao término do prazo de duração do fundo²⁵.

Por determinação da regulamentação editada pela CVM, certos fundos devem

23 EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, op. cit. p. 81.

24 op. cit., p. 95.

25 Art. 4º da Instrução CVM nº 555/14: “O fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas conforme estabelecido em seu regulamento, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo.”

necessariamente ser constituídos na modalidade fechada, a exemplo dos Fundos de Investimento Imobiliário, regulados pela Instrução CVM nº 472/08 (conforme alterada), e dos Fundos de Investimento em Participações, regulados pela Instrução CVM nº 391/03 (conforme alterada). Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, regulados pela Instrução CVM nº 356/2001 (conforme alterada), podem ser constituídos na forma aberta ou fechada, de acordo com seus objetivos de investimento.

Por não admitirem o resgate de cotas, as cotas dos fundos fechados podem ser transferidas mediante cessão ou negociação no mercado. Já as cotas dos fundos abertos, uma vez que podem ser resgatadas, não podem ser transferidas, salvo em casos específicos previstos na regulamentação.²⁶

Conforme mencionado acima, os direitos dos cotistas estão sujeitos às disposições previstas no regulamento do fundo. Assim, mesmo em relação aos fundos abertos, caso o seu regulamento estabeleça prazo de carência para solicitação do resgate de cotas ou prazo para pagamento do resgate de cotas solicitado, eventual constrição não pode ignorar as respectivas disposições.

Nesse cenário, não é difícil enxergar os problemas decorrentes do bloqueio de determinados ativos financeiros, independentemente da utilização do sistema Bacen Jud.

Embora o simples bloqueio de ativos financeiros não represente, na maioria dos casos, problema de maior envergadura, as consequentes ordem de transferência e resgate de valores podem gerar uma série de questões, práticas e jurídicas, que não devem escapar à criteriosa análise do Poder Judiciário.

Antes de tratar da efetivação da constrição, é preciso enquadrar os ativos financeiros na ordem de preferência prevista no art. 835 do CPC. Estariam eles insertos no inciso I (“dinheiro, em espécie ou em depósito ou aplicação em instituição financeira”) ou no inciso III (“títulos e valores mobiliários com cotação em mercado”) desse dispositivo legal?

A resposta que é dada pela jurisprudência a essa questão é no sentido de que o inciso

26 Arts. 13 e 14 da Instrução CVM nº 555/14:

“Art. 13.- A cota de fundo aberto não pode ser objeto de cessão ou transferência, exceto nos casos de:

I – decisão judicial ou arbitral;

II – operações de cessão fiduciária;

III – execução de garantia;

IV – sucessão universal;

V – dissolução de sociedade conjugal ou união estável por via judicial ou escritura pública que disponha sobre a partilha de bens; e

VI – transferência de administração ou portabilidade de planos de previdência.”

“Art. 14. As cotas de fundo fechado e seus direitos de subscrição podem ser transferidos, mediante termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou por meio de negociação em mercado organizado em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação.

§ 1º A transferência de titularidade das cotas de fundo fechado fica condicionada à verificação, pelo administrador, do atendimento das formalidades estabelecidas no regulamento e na presente Instrução.

§ 2º Na hipótese de transferência por meio de negociação em mercado organizado, cabe ao intermediário verificar o atendimento das formalidades estabelecidas no regulamento e na presente Instrução.»

I do art. 835 não englobaria as cotas em fundos de investimento,²⁷ enquadráveis assim no inciso III do mesmo dispositivo²⁸.

A nosso ver, entretanto, referido posicionamento não deve ser adotado indistintamente. Embora alguns tipos de fundo não sejam caracterizados pela liquidez imediata²⁹ e suas cotas possam até sofrer variação negativa no seu valor,³⁰ o que justifica a sua distinção em relação ao dinheiro, existem diversos fundos sem risco, que possibilitam resgate imediato e sem qualquer restrição, a ponto de justificar equiparação a “dinheiro aplicado em instituição financeira” para os fins do inciso I do art. 835.

Mesmo que o Código de Processo Civil de 2015 tenha aproximado esses bens na ordem em que preferencialmente deve se efetivar a penhora, ainda assim, deve o Poder Judiciário continuar atentando para as características específicas de cada ativo

27 “ADMINISTRATIVO E PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. EXECUÇÃO FISCAL. CRÉDITO NÃO-TRIBUTÁRIO. OFERECIMENTO À PENHORA DE COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO. PRETENSÃO DE EQUIPARAÇÃO À DINHEIRO. IMPOSSIBILIDADE. CONDOMÍNIO DE RECURSOS FINANCEIROS SUJEITOS ÀS VARIAÇÕES DE MERCADO. INCERTEZA QUANTO AO MONTANTE A SER EVENTUALMENTE LIQUIDADO.

1. Recurso especial no qual se discute a possibilidade de, em execução fiscal, se equiparar cotas de fundo de investimento ao dinheiro em aplicação em instituição financeira (art. 655, inciso I, do CPC).

2. A expressão “dinheiro em aplicação financeira” não equivale ao valor financeiro correspondente às cotas de fundos de investimento.

3. Ao se proceder à penhora dinheiro em depósito ou em aplicação financeira, a constrição processual atinge numerário certo e líquido, que fica bloqueado ou depositado, à disposição do juízo da execução fiscal. Por sua vez, o valor financeiro referente a cotas de fundo de investimento não é certo e pode não ser líquido, a depender de fatos futuros que não podem ser previstos pela parte exequente, ou pela executada ou pelo juízo da execução.

4. Nessa linha, na eventualidade de conversão das cotas em dinheiro, existe a possibilidade de a Fazenda exequente ter que proceder a eventual reforço da penhora, além de ter que discutir possíveis controvérsias a respeito da remuneração do capital, uma vez que somente o depósito em dinheiro é que faz cessar a responsabilidade pela atualização monetária e pelos juros de mora (§ 4º do art. 9º da LEF).

5. Conclui-se, portanto, pela impossibilidade jurídica de se equiparar as cotas de fundos de investimento a “dinheiro em aplicação financeira”, embora os fundos de investimento sejam uma espécie de aplicação financeira. Não há, pois, violação do art. 655, inciso I, do CPC.

6. A tese relativa à observância do princípio da menor onerosidade não pode ser apreciada em sede de recurso especial, à luz do entendimento contido na Súmula n. 7 do STJ. Nesse sentido: AgRg no AREsp 66.122/PR, Rel. Ministro Arnaldo Esteves Lima, Primeira Turma, DJe 15/10/2012; AgRg no AREsp 205.217/MG, Rel. Ministro Teori Albino Zavascki, Primeira Turma, DJe 04/09/2012.

7. Recurso especial parcialmente conhecido e, nessa parte, não provido.” (STJ - REsp 1346362/RS, Rel. Ministro Benedito Gonçalves, Primeira Turma, julgado em 04/12/2012, DJe 07/12/2012).

28 “A nomeação de quotas do fundo de investimentos à penhora corresponde, na verdade, a nomeação de títulos e valores mobiliários, previsto no inciso X, do artigo 655 do Código de Processo Civil, pelo que a ordem legal não foi atendida pelos agravantes.” (STJ - AGREsp 722514/PR, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, julgado em 15/06/2015).

29 “Agravamento de Instrumento Ação de execução fundada em título executivo extrajudicial - Decisão agravada que determinou o bloqueio judicial de ativos existentes em conta corrente da agravante Insurgência Alegações da agravante de que tendo nomeado à penhora cotas de fundo de investimento, não há razão para o referido bloqueio judicial e de que não houve requerimento da agravada para a penhora on line. O oferecimento de cotas de fundo de investimento desrespeita a ordem legal de preferência de bens a serem penhorados (art. 655) porque são elas valores mobiliários desprovidos da liquidez certa e imediata, característica do dinheiro. Penhora on line não determinada de ofício. Decisão agravada mantida. Recurso não provido. (TJSP - AI nº 0288138-76.2011.8.26.0000, Relator(a): Moraes Pucci; 27ª Câmara de Direito Privado; julgado em 17/04/2012)

30 “PENHORA Cumprimento de sentença condenatória no pagamento de indenização por danos materiais e morais - Indicação de quotas de fundo de investimentos por banco devedor Indeferimento pelo Juízo de Primeiro Grau Admissibilidade Caso em que se Indicação, outrossim, que é prerrogativa do credor, em cujo benefício se processa a execução Decisão que trata de investimento variável e, como tal, sujeito a perda de valor negou provimento a agravo de instrumento mantida Agravo regimental improvido.” (TJSP - AI nº 0195274-19.2011.8.26.0000, Relator(a): José Tarciso Beraldo; 14ª Câmara de Direito Privado, julgado em 26/10/2011).

financeiro que se pretenda penhorar, não só com atenção à ordem legal de preferência. É preciso ter atenção, por exemplo, com a penhora de cotas de fundos fechados ou fundos com restrições de movimentação e resgate.

Como se viu acima, cada fundo de investimento possui regulamentação jurídica própria, com regras específicas de funcionamento e direitos e obrigações expressamente previstos aos seus cotistas e administradores.

Nesse contexto, torna-se especialmente delicado o papel das instituições financeiras responsáveis pela administração de fundos. Caso recebam, por exemplo, uma ordem judicial de resgate de cotas pertencentes a um determinado cotista de fundo fechado e transferência dos respectivos fundos para conta judicial, como deverão agir? Se, de um lado, não podem fugir ao cumprimento de uma ordem judicial, de outro, caso a atendam, além das complicações práticas e operacionais daí decorrentes, estarão violando as disposições legais impostas pela CVM e, também, os limites de sua atuação estabelecidos no regulamento do fundo, em detrimento, inclusive, dos interesses dos demais cotistas.

Além disso, é possível que um determinado fundo, caso tenha que resgatar ou amortizar as cotas antes do prazo previsto no regulamento, seja obrigado a vender um ativo antes do seu tempo, provavelmente com preço inferior àquele que iria receber se o mantivesse até o seu vencimento. Um fundo fechado com amortização anual, por exemplo, muitas vezes possui em carteira ativos com vencimento anual ou que pagam valores anualmente. Se tiver que efetuar um resgate antes de um ano, provavelmente terá que ir a mercado para se desfazer do ativo, sendo penalizado com o desconto que o mercado vier a exigir, afetando todos os outros cotistas.

Como se vê, a questão da penhora de ativos financeiros não é tão simples e o Poder Judiciário certamente irá, cada vez mais, ter diante de si hipóteses que, dadas todas as suas nuances, representarão verdadeiro desafio aos magistrados, a quem caberá procurar oferecer a cada caso concreto a solução que melhor resultar da aplicação das diversas normas e princípios jurídicos envolvidos.

A título ilustrativo, vale mencionar acórdão proferido pela Terceira Turma do Tribunal Federal da 3ª Região nos autos do Agravo Legal em Agravo de Instrumento nº 014195-14.2013.4.03.0000/SP, que teve como relator o Juiz Federal Convocado Roberto Jeuken³¹.

31 PROCESSUAL CIVIL. TRIBUTÁRIO. AGRAVO INOMINADO. ARTIGO 557, CPC. AGRAVO DE INSTRUMENTO. EXECUÇÃO FISCAL. PENHORA DE FUNDO DE INVESTIMENTO. TRANSFERÊNCIA DO NUMERÁRIO PARA ESTABELECIMENTO OFICIAL DE CRÉDITO. POSSIBILIDADE. RECURSO DESPROVIDO.

1. A decisão agravada não decidiu sobre matéria acobertada por preclusão temporal. Com efeito, o requerimento de resgate das cotas do fundo foi reiterado após mais de um ano do indeferimento, fundamentando-se, agora, na ocorrência de fato novo, qual seja, possível prejuízo à liquidez das cotas em razão da constatação de prejuízos sofridos pela Gol Linhas Aéreas S/A, companhia na qual o fundo de investimento detém 100% de participação acionária, com provável cenário econômico futuro desfavorável, o que justificaria a adoção de outro entendimento sobre a conversão imediata em dinheiro das cotas.

Segundo deflui da leitura do julgado, tratava-se de discussão acerca do resgate de cotas de fundo de investimento com previsão, em instrução normativa e regulamento do fundo, de impossibilidade de resgate de cotas antes de findo o prazo de duração do fundo.

Embora, em um primeiro momento, a afirmação de que “*A previsão de impossibilidade de resgate de cotas de fundo de investimento em instrução normativa da CVM, reiterada em regulamento de administradora, não constitui impedimento ao Poder Judiciário para determiná-lo*” pudesse, se lida isoladamente, trazer alguma perplexidade, o exame mais acurado do acórdão permite verificar que o Tribunal, ao decidir pela possibilidade de resgate das cotas, o fez após a detida análise das circunstâncias específicas do caso concreto, em especial: (i) tratar-se de fundo que tinha como cotistas apenas os quatro coexecutados; (ii) conforme regulamento do fundo e instrução da CVM aplicável, a assembleia de cotistas – que, repita-se, eram somente os quatro executados – poderia deliberar pela prorrogação de prazo de duração do fundo tantas vezes quantas necessárias para frustrar os credores; (iii) terem sido os próprios executados a oferecer as cotas à penhora, de modo que sua irresignação quanto ao resgate constituiria ofensa à lealdade processual e à boa-fé; (iv) haver, em razão de circunstâncias fáticas do caso concreto, fundado receio de prejuízo ao valor e liquidez das cotas do fundo em caso de demora no resgate; e (v) não terem sido localizados outros ativos dos executados passíveis de penhora.

Diante do exposto, não parece haver uma solução uniforme e apriorística, que preserve, automaticamente, os interesses de todos os envolvidos. Parece-nos evidente que a disputa entre credor e devedor não pode, via de regra, trazer prejuízos a terceiros cotistas de um mesmo fundo e, tampouco, levar à penalização ou risco de responsabilização de instituições financeiras e administradores de fundos por força do atendimento às normas a que estão sujeitos e com o intuito de evitar prejuízos a outros cotistas.

Dessa forma, cabe às instituições financeiras e administradores de fundos que

2. O que se nota, portanto, é que o pedido de resgate das cotas não foi desmotivado no aspecto da renovação do pedido, mesmo porque os alegados fatos que demandariam novo entendimento pelo Juízo sobre a questão não teriam ocorrido quando o prazo de recurso quanto à decisão que anteriormente havia indeferido o pedido.

3. A possibilidade de reiteração do pedido anteriormente indeferido em decorrência de fato novo, sem que se vislumbre preclusão “pro judicato”, encontra-se expressamente prevista no artigo 471, I, do CPC.

4. A previsão de impossibilidade de resgate de cotas de fundo de investimento em instrução normativa da CVM, reiterada em regulamento de administradora, não constitui impedimento ao Poder Judiciário para determiná-lo, pois as regras legais devem ser interpretadas em conjunto com as demais, bem como em consonância com princípios que regem o ordenamento jurídico, mormente os constitucionais.

5. Caso em que, com penhora de cotas de fundo de investimento em que há previsão (em instrução normativa e regulamento do fundo) da impossibilidade de resgate das cotas, a prevalência de tal impedimento no processo executivo implicaria a absoluta inutilidade da garantia para satisfazer o crédito executado.

6. Seria possível, verbi gratia, à assembleia geral promover tantas prorrogações do prazo de validade do fundo quanto necessárias para evitar o pagamento do credor (artigo 15, VII da IN CVM 391/2003) através da conversão em dinheiro das cotas, já que, conforme referidas regras, o resgate somente seria possível com o encerramento do fundo. Cabe ressaltar que o “regulamento do fundo de investimento em participações Volluto” também prevê, em seu artigo 13, VII, que a “assembleia geral de cotistas” poderá deliberar sobre a prorrogação do prazo de duração do FUNDO.

receberem ordens judiciais eventualmente contrárias a regulamentos e normas orientadoras do seu funcionamento efetuar o mero bloqueio de cotas num primeiro momento, a fim de não gerar situações irreversíveis, e esclarecer ao juiz emitente da ordem eventuais impedimentos legais ao seu atendimento. A nosso ver, devem ainda comunicar, quando cabível, os demais cotistas potencialmente afetados.

Por fim, cabe ao Poder Judiciário contribuir para o aprimoramento do sistema Bacen Jud e saber captar as particularidades próprias dos diversos ativos financeiros, sem ceder à tentação de, em prol da rapidez, tratar de modo igual situações completamente diferentes, em prejuízo de qualquer das partes envolvidas ou de terceiros.

7. Verifica-se que o fundo de investimento tem como totalidade de quotistas apenas os quatro co-executados incluídos no polo passivo da execução, que tiveram uma quota bloqueada cada um por determinação do Juízo para garantir a ação.
8. Constituinte os co-executados a totalidade dos quotistas, e, via de consequência, a integralidade da assembléia geral do fundo, é manifestamente plausível a possibilidade de frustração da ação executiva por ação dos próprios co-executados, dada a inexistência de interesse destes em promover a liquidação do fundo para satisfação do crédito, valendo-se, para tanto, de previsão legislativa de vedação ao resgate das quotas para tornar imprestável a penhora efetuada.
9. O que se evidencia é que, em verdade, o oferecimento em garantia das quotas do fundo pelos co-executados não perdeu de vista - com posterior oposição da vedação de resgate constante da IN CVM 391/2003 e do regulamento do fundo, juntamente com a prorrogação da validade do fundo, por deterem a totalidade da assembléia geral - a relevante circunstância, favorável aos interessados, de ser possível efetuar a prorrogação do fundo ad eternum, frustrando a utilidade da execução.
10. A vedação ao resgate não se mostra oponível à execução fiscal, pois a menor onerosidade prevista no artigo 620 do CPC, longe de ser um princípio absoluto, deve ser harmonizado com outros princípios, como o da máxima utilidade da execução e a eficácia da tutela jurisdicional.
11. A prevalência da vedação ao resgate tornaria ineficaz a penhora das cotas, frustrando a garantia do processo executivo, com manifesta ofensa à máxima utilidade da execução fiscal.
12. A garantia ofertada pelos próprios co-executados como eficaz, com posterior oposição de cláusula vedando sua conversão em dinheiro, constituiria, em verdade, atitude contraditória por parte dos co-executados, em ofensa à lealdade processual e boa-fé, manifestamente inadmitido pelo ordenamento jurídico.
13. Não sendo encontrados ativos financeiros em nome dos executados através de consulta ao BACENJUD, já que todas as receitas obtidas são direcionadas à aquisição de cotas dos fundos, e com a oposição de cláusula de vedação de resgate das cotas, apesar de oferecidas como aptas à satisfação do crédito, houve tentativa de frustração da pretensão de satisfação do débito e utilidade da execução.
14. Não sendo plausível a oposição da vedação de resgate ao processo executivo fiscal, portanto, manifestamente plausível a aplicação do precedente citado na decisão agravada.
15. A alienação antecipada das quotas encontra previsão legal, no artigo 21 da Lei 6.830/80. No caso, a jurisprudência é pacífica no sentido de que sua utilização é possível quando haja perigo de depreciação ou deterioração do bem, ou no caso de manifesta vantagem.
16. Apesar dos agravantes justificarem a redução do valor das cotas na natural oscilação do mercado de capitais, e que os patamares anteriores de valorização seriam posteriormente restabelecidos em razão de diversos fatores favoráveis à atividade de transporte aéreo, setor em que destinada a totalidade dos recursos do fundo, é legítima a pretensão da exequente em preservar o valor da penhora através da imediata conversão dos valores em dinheiro, pois nada impede que as cotas do fundo venham a desvalorizar ainda mais. Da mesma forma que no momento da eventual satisfação do crédito executado o valor das cotas podem estar mais valorizadas, acarretando prejuízo aos executados, podem se desvalorizar ainda mais, acarretando vantagem aos devedores. Ademais, importante ressaltar que o depósito em dinheiro, tal como determinado, acarreta a suspensão dos acréscimos em desfavor do devedor, diferentemente da penhora apenas de bens móveis.
17. A decisão agravada não determinou a conversão em renda dos valores, mas seu depósito judicial, que resguarda o interesse de ambas as partes, sem necessidade de que, em caso de procedência dos embargos do devedor, os executados tenham que proceder ao solve et repete. Ademais, o valor da execução, aproximadamente vinte e seis mil reais, constitui parcela quase irrelevante diante de todo o patrimônio do fundo que, cabe repetir, é composto por cotas detidas exclusivamente pelos co-executados, demonstrando que a decisão agravada não acarreta qualquer dano irreparável.
18. Não se verifica qualquer prejuízo à postergação do contraditório e publicidade na determinação de resgate das cotas para momento posterior à sua efetiva concretização, dada a possibilidade de reversão da medida sem qualquer dano aos co-executados, seja pelo valor ínfimo da execução em relação ao patrimônio dos agravantes e do fundo de investimento, seja porque não acarreta a transferência de cotas a terceiros estranhos ao fundo.
19. Agravo inominado desprovido. (TRF 3ª Região – Terceira Turma - Agravo Legal em Agravo de Instrumento nº 0014195-14.2013.4.03.0000/SP – Rel. Juiz Federal Convocado Roberto Jeunken, julgado em 16/01/2014).

24

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

FERNANDA MYNARSKI MARTINS-COSTA

*MESTRE EM DIREITO CIVIL PELA UNIVERSIDADE DO ESTADO DO
RIO DE JANEIRO (2015), BACHAREL EM DIREITO PELA PUC-RS
(2010), AUTORA DO LIVRO CONDIÇÃO SUSPENSIVA, PUBLICADO
PELA EDITORA ALMEDINA (2017), ADVOGADA.*

24.1. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2013/13172

Acusados: Eike Fuhrken Batista

Assunto: Uso de informação privilegiada, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e ao art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002.

Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira

Relatório

I. Do Objeto

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) para apurar a eventual utilização de informações privilegiadas por parte do Sr. Eike Fuhrken Batista (“Eike Batista”), na qualidade de acionista controlador e presidente do conselho de administração da OSX Brasil S.A. (“OSX” ou “Companhia”), na negociação de ações de emissão da OSX, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76¹ e ao art. 13 da Instrução CVM nº 358/02².

II. Dos Fatos

2. Em 19.4.2013, a OSX divulgou um Comunicado ao Mercado, informando que a Companhia havia atingido o patamar mínimo de 25% de ações em circulação estabelecido pelo Regulamento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBovespa”) (fl. 01).

3. Para tanto, o acionista controlador Eike Batista alienou, na referida data, 9.911.900 ações de emissão da Companhia ao preço de 3,40, em volume total de R\$ 33.700.460,00 (fls. 2-4).

4. Em 17.5.2013, a Companhia divulgou Fato Relevante comunicando a aprovação

1 “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

§1º - Cumprir, 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.”

2 “Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.”

da alteração do Plano de Negócios da Companhia (“Plano”), que “levou em conta a conjuntura mercadológica para as unidades de negócios da Companhia, a reconfiguração das necessidades de curto e médio prazo da cliente” [OGX Petróleo e Gás Participações A. (“OGX”)], e a perspectiva econômico-financeira do modelo de negócios original da Companhia (fls. 5-8) tomando as seguintes iniciativas:

- i) “priorização dos projetos geradores de caixa da unidade de leasing da Companhia;
- ii) faseamento da obra de implantação do estaleiro através da redução do ritmo de construção da [Unidade de Construção Naval do Açu] UCN Açu (“UCN”);
- iii) aprovação do exercício parcial da Put no valor de US\$ 120 milhões, com o objetivo de dotar a Companhia de capital social adicional para a execução e implementação do Plano, permanecendo ainda saldo de US\$ 380 milhões, que poderia ser exercício até março de 2014; e
- iv) eleição da diretoria da Companhia para o novo mandato”.

III. Da Apuração

5. Em 19.7.2013, a Gerência de Acompanhamento de Empresas-3 (“GEA-3”, ou “Área Técnica”) enviou à OSX o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 484/2013 (fls. 9-10), por meio do qual solicitou cópia do Plano, bem como o detalhamento dos motivos que levaram a Companhia a decidir pela sua atualização, os nomes das pessoas envolvidas, ou que tiveram conhecimento da elaboração do Plano e cópia das atas de reuniões da Companhia que deliberaram sobre o assunto.

6. Em 31.7.2013, a OSX protocolou sua resposta, informando, resumidamente, que (fls. 11/12):

- i) o Plano foi elaborado considerando a conjuntura mercadológica, levando-se em consideração a reconfiguração das necessidades de curto e médio prazo da cliente, OGX e, por fim, a perspectiva econômico-financeira da Companhia;
- ii) o início do processo de aprovação da atualização do Plano se deu em 30.4.2013;
- iii) os membros do conselho de administração iniciaram os debates acerca da aprovação do Plano em 10.5.2013; e
- iv) o Plano foi aprovado em 17.5.2013.

7. Forneceu, ainda, (a) uma relação com os nomes e cargos das pessoas ligadas à OSX que elaboraram ou tiveram conhecimento da elaboração do Plano, com as respectivas datas³; (b) disponibilizou cópia da ata de reunião do conselho de administração que deliberou sobre o Plano e, por fim, (c) solicitou que fosse reconsiderado o pedido da CVM quanto à disponibilização do Plano devido à confidencialidade de tal documento.

8. Em 1.8.2013, a Área Técnica encaminhou novo ofício para a Companhia⁴ (i), reiterando a solicitação da cópia do Plano; e (ii) determinando esclarecimento acerca da data do início da elaboração da atualização do Plano, tendo em vista que, em informação fornecida anteriormente, a Companhia declarou que “o início do processo de aprovação da atualização se deu em 30.4.2013” (fls. 15).

9. Em 2.8.2013, a OSX (i) disponibilizou cópia do Plano com pedido de confidencialidade; e (ii) informou que a elaboração da [até então] atual versão do Plano teve início com a preparação de sua primeira minuta pela Gerência Executiva de Planejamento Estratégico da Companhia, subordinada à Presidência e que tal minuta, posteriormente refinada e encaminhada à aprovação do conselho de administração, foi disponibilizada pela referida gerência à diretoria em 8.5.2013 (fls. 17-18).

10. Complementou ainda a lista de profissionais da Companhia envolvidos na elaboração do Plano, solicitada pelo OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/nº484/2013 e disponibilizada pela OSX em 31.7.2013.

11. Em 2.8.2013, foi deferido o pedido de tratamento confidencial solicitado pela OSX (fls. 21).

12. Em 5.8.2013, a GEA-3, por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/nº500/2013 (fls. 32/33), solicitou o envio dos seguintes documentos e informações:

- i) cópia das versões anteriores do Plano, notadamente as aprovadas em 12.12.2012 e 13.3.2013;
- ii) descrição das diferenças entre os cenários apresentados no Plano, acompanhada da documentação comprobatória;
- iii) ata das reuniões ocorridas em 12.12.2012, 13.3.2013 e 15.4.2013; e
- iv) a forma como a Companhia tomou conhecimento da decisão da OGX de paralisar os citados projetos (OSX-4, OSX-5, WHP-1, etc.), acompanhada da documentação comprobatória e incluindo a cronologia dos

3 Por meio desta tabela a OSX informou que a equipe encarregada da elaboração do novo Plano era composta por: (i) Carlos Eduardo Sardenberg Bellot, que era Diretor-Presidente; (ii) Danilo de Souza Baptista, que era diretor de construção naval; (iii) João Borges Ferreira Neto, que era diretor-financeiro e de relações com investidores; e (iv) Luiz Guilherme Esteves Marques, que era gerente geral financeiro.

4 OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 498/2013 (fl. 15).

eventos relacionados ao assunto.

13. Em resposta apresentada em 21.8.2013 (fls. 34-36), a Companhia (i) disponibilizou as atas das reuniões realizadas em 12.12.2012 e 13.3.2013, informou (ii) não haver versão [do Plano] anterior àquela elaborada no dia 8.5.2013; e (iii) que as diferenças entre os cenários apresentados no Plano levaram em consideração a drástica redução do ritmo da obra de implementação da UCN.

14. Ademais, a Companhia declarou ainda que:

- i) em 18.6.2013, a Companhia realizou reunião com a OGX que resultou no consenso quanto à necessidade de um acordo em relação a diversas unidades de produção;
- ii) em 27.6.2013, a proposta para a celebração do acordo foi enviada para apreciação do conselho de administração da Companhia;
- iii) em 28.6.2013, foi aprovado e assinado o Instrumento Particular de Transação, Quitação e Outras Avenças, celebrado entre a Companhia e a OGX; e
- iv) em 1.7.2013, a Companhia e a OGX publicaram Fato Relevante informando sobre a atualização das encomendas da OGX para unidades de produção da Companhia.

15. A Companhia justificou a ressalva feita pelo Fato Relevante, quanto “à pendência de confirmação de especificações técnicas pela cliente OGX com relação a encomendas realizadas para construção no estaleiro do Açú”, nos seguintes termos (fl. 35):

- i) “antes dessa decisão empresarial [de atualizar as encomendas] da cliente OGX [para unidades de produção da OSX], persistia para a fornecedora OSX a dúvida quanto à efetivação e/ou timing de tal decisão por parte dos órgãos societários competentes da cliente OGX.”

16. Em 3.10.2013, foi enviado o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/nº670/2013, solicitando ao senhor Eike Batista uma manifestação a respeito das operações realizadas com as ações de emissão da Companhia no dia 19.4.2013 (fls. 41/42).

17. Em resposta, Eike Batista esclareceu que (fl. 45):

- i) “a referida alienação de ações foi realizada exclusivamente com o objetivo de cumprir a obrigação de enquadramento do free float, conforme exigido pela BM&FBovespa, com base no seu Regulamento de Listagem de Novo Mercado, sem qualquer infração legal da parte do acionista controlador”; e

-
- ii) “a esse repeito, em comunicado emitido em 19.4.2013, a Companhia informou que atingiu o patamar mínimo de 25% de ações em circulação estabelecido pelo aludido Regulamento, conforme se verifica no site da CVM”.

18. Em resposta ao Ofício⁵ que solicitava sua manifestação quanto às operações realizadas por Eike Batista em 19.4.2013, a BM&FBovespa informou que havia sido concedido prazo adicional à Companhia para o enquadramento do free float nos seguintes termos (fls. 48/49):

- i) a recomposição deveria ocorrer em duas etapas:
 - a) 23,36% até 19.9.2012;
 - b) 25% até 19.3.2013; e
- ii) caso a Companhia atingisse patamares superiores a 21,73% nos prazos acima mencionados, não seria permitida a sua redução, exceto:
 - a) se o free float ultrapassasse 25%, quando haveria o enquadramento; ou
 - b) se fossem subscritas ações de emissão da Companhia pelo acionista controlador nos termos do Plano de Opções, hipótese em que o percentual de ações em circulação de emissão da Companhia poderia ser reduzido para até 19,03%.

19. A despeito do cumprimento do prazo inicial, referente à primeira etapa de recomposição do free float estabelecido pela BM&FBovespa, prevendo que não conseguiria cumprir a segunda etapa, a Companhia solicitou, em 27.2.2013, dilação de tal prazo para 23.09.2014, que veio a ser negado pela BM&FBovespa, e esta determinou que o prazo se encerraria em 19.4.2013.

20. Após divulgar o Fato Relevante às 20h25mins do dia 17.5.2013, que informou a mencionada atualização do Plano, a cotação das ações de emissão da OSX na abertura do pregão do dia 20.5.2013 (dia útil posterior à divulgação) foi de R\$ 2,34.

IV. Da Acusação

21. Em 13.12.2013, a SEP apresentou Termo de Acusação (fls. 104-112) em face de Eike Batista, na qualidade de presidente do conselho de administração da Companhia e acionista controlador, nos qual destacou os seguintes fatos:

- i) verificou-se que Eike Batista alienou 9.911.900 ações de emissão da Companhia em 19.4.2013, com o valor médio por ação de R\$3,40, em

5 OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 811/2013, de 22.11.2013 (fl. 46).

um montante de R\$33.700.460,00 (fls. 2-4)⁶, atingindo, assim, o patamar mínimo de 25% de ações em circulação, estabelecido pela BM&F-Bovespa⁷;

- ii) no mês seguinte, em 17.5.2013, foi divulgado Fato Relevante (fls. 5-8) informando, entre outros assuntos, que havia sido aprovada a alteração do Plano, que contemplava, entre outras medidas, uma significativa redução de investimentos, monetização de ativos e reorganizações societárias;
- iii) considerando que a atualização do Plano foi iniciada em reunião realizada pela Diretoria, em 15.4.2013, com a presença do presidente do conselho de administração da Companhia, Eike Batista, a SEP declarou não restar dúvida que Eike Batista teria negociado ações de emissão da Companhia com o conhecimento da atualização do referido Plano;
- iv) ademais, a SEP argumentou que “é sabido que um investidor que tomasse conhecimento do Plano antes de sua divulgação ao mercado saberia, antes de todos os outros investidores, da grande probabilidade de queda nas ações de emissão da OSX quando essas informações fossem divulgadas”;
- v) ainda que, em sua manifestação, Eike Batista tenha alegado que a mencionada negociação tenha ocorrido “com o único objetivo de adequar o free float da Companhia”, a SEP considerou que poderiam ter sido tomadas determinadas precauções para não se infringir os acima citados dispositivos legais;
- vi) diante disso, a SEP entendeu que “o fato de haver uma justificativa para a alienação de ações (enquadramento do free float) não afasta a proibição de negociação de posse de informação relevante não divulgada ao mercado, inclusive pelas opções possíveis de enquadramento sem cometimento da infração de que se trata”⁸; e
- vii) por fim, a SEP informou que, ao alienar ações de emissão da OSX antes da divulgação do Fato Relevante e já com a posse de informação privilegiada, Eike Batista teria evitado um prejuízo de R\$ 10.506.614,00.

6 Foi verificada por meio da análise dos Formulários de Valores Mobiliários Negociados e Detidos, referentes ao mês de abril de 2013 e através de comunicado ao mercado divulgado pela Companhia no próprio dia 19.4.2013.

7 O patamar mínimo de free float foi atingido na data limite previamente estipulada pela BM&FBovespa à Companhia, sob pena de multa de valores entre R\$ 5.482,00 e R\$ 54.825,00 (fls. 76-95).

8 Segundo a SEP, diante da necessidade de adequação do free float, o acionista controlador poderia tomar determinadas precauções para não operar com as ações quando de posse de informação relevante, tais quais: (i) divulgar um fato relevante informando o interesse da Companhia em atualizar o Plano, com a ressalva de que tal medida precisaria da aprovação do Conselho de Administração; (ii) solicitar prazo adicional à BM&FBovespa alegando que, naquele momento, o acionista controlador tinha posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado; e (iii) ter adequado o free float da Companhia em período anterior à reunião do dia 15.4.2013, tendo em vista que a Companhia teve três anos para tal adequação.

22. Em razão do disposto acima, a SEP formulou acusação em face de Eike Batista, na qualidade de presidente do conselho de administração e acionista controlador da Companhia, por infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e ao art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.

V. Da Manifestação da PFE

23. Manifestando-se sobre o Termo de Acusação elaborado pela SEP, a Procuradoria Federal Especializada na CVM (“PFE”) concluiu pela sua higidez e regularidade, bem como pelo cabimento da imputação, ressaltando, a esse respeito, ser possível considerar a conduta do administrador como uma violação ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e ao art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/02.

24. Após o exame da peça acusatória, em 9.5.2012, a PFE entendeu estarem preenchidos os requisitos constantes do art. 6º e do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008 (fls. 113-124)⁹.

VI. Da Defesa

25. Após intimação (fl. 128), Eike Batista alegou preliminarmente em sua defesa que (fls. 141-177):

- i) a modificação do Plano teria iniciado em 30.4.2013 e a primeira versão do documento teria sido produzida apenas em 08.5.2013. Com efeito, o início dos debates concretos acerca do Plano teria ocorrido apenas em 10.5.2013;
- ii) as decisões acerca da paralisação de construção do estaleiro, venda de ativo, busca de novos sócios etc., só foram tomadas após várias discussões entre os técnicos e diretores responsáveis e após a aprovação do Plano em reunião realizada em 17.5.2013 (fl. 153);
- iii) ao contrário do que consta do Termo de Acusação, em 15.4.2013 teria ocorrido apenas uma reunião rotineira de trabalho entre Eike Batista e dois diretores da Companhia, motivo pelo qual não houve a lavratura de ata, uma vez que nada havia sido deliberado;

9 Art. 6º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar:

I – nome e qualificação dos acusados;

II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas;

III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas;

IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; e

V – proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso.

Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.

Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado:

I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou

II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça

-
- iv) na ocasião da reunião acima mencionada, não existia qualquer conclusão ou decisão com relação à possível atualização do Plano e a quais medidas seriam adotadas pela Companhia, portanto, [as informações detidas até então por Eike Batista] não possuiriam os elementos necessários que pudessem influenciar de modo ponderável na compra e venda de ações de emissão da Companhia¹⁰;
- v) Eike Batista não se recordaria nem da efetiva ocorrência nem do conteúdo da reunião realizada em 10.5.2013 e, além disso, “ainda que tivessem sido efetivamente discutidos, como sugerido pelos slides [intitulados Histórico de Alterações de Cenários / Estudos realizados pela OSX]¹¹ (fls. 24-32), cenários e algumas circunstâncias que vinham sendo analisadas pelo corpo técnico responsável da OSX sobre a situação dos negócios da Companhia”, Eike Batista “não poderia antever o desenrolar de tantas outras reuniões ocorridas entre os técnicos a cargo do Plano” (fl. 157);
- vi) as informações detidas por Eike Batista em 19.4.2013 seriam materialmente iguais às que se sabia no mercado em geral, “O acusado não detinha informação relevante não divulgada quando vendeu ações em 19.4.2013. Ademais, a crise do Grupo X estava instaurada e plenamente refletida no preço das ações da OSX, com trajetória de queda em todo o ano de 2013, e o Fato Relevante anunciado em 17.5.2013 apenas confirmou a situação já precária e precificada”¹²;
- vii) “houve boa-fé e estrito cumprimento do dever legal (ausência de dolo genérico, específico, ou mesmo de culpa), sendo inexigível conduta diversa do acusado: o acusado honrou a obrigação de enquadramento do free float, que traria sanções à OSX (e ao próprio defendente), e também cumpriu a obrigação, à época, de comprar ações de emissão da OSX ao preço do IPO corrigido. Em ambos os casos, a Companhia e os acionistas minoritários foram beneficiados” (fls. 159-166);

10 Para reforçar a tese de que as informações obtidas por Eike Batista não se enquadravam como informações privilegiadas quando da alienação de suas ações, em 19.4.2013, a defesa destacou: “Se tal informação quando publicada fosse, num juízo de previsibilidade reportando ao momento *ex ante* da operação, suscetível de gerar apetência pela compra ou venda de ativos, tal informação revelava idoneidade para influenciar a evolução da cotação. Se as alterações que poderiam induzir fossem sensíveis, será informação privilegiada”. (CASTELLAR, José Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008. p. 112/113).

11 Slides disponibilizados pela Companhia em resposta ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 498/2013 denominados na capa como “Proposta de novo Plano de Negócio da OSX S.A.”. Dentre tais slides, nota-se o denominado “novo cenário proposto em 15.4.2013 – apresentado pela OSX ao Presidente do Conselho [Eike Batista]” (fl. 25), em que já se apresentava a possibilidade de implementação de medidas como busca de sócio para dar continuidade à UCN, perspectiva de participação minoritária da OSX na UCN e descarte temporário de novos contratos relacionados às operações de Leasing da Companhia.

12 Foi apresentado gráfico que, segundo a defesa, refletiriam a queda no valor das ações de emissão da OSX a partir de 28.12.2012, quando eram negociadas ao valor de aproximadamente R\$ 11,00, até 27.12.2013, quando as ações atingiram valores abaixo de R\$ 1,00.

- viii) ao contrário do comportamento que seria típico de quem objetiva auferir vantagem econômica, negociando ações de emissão da OSX detendo informações privilegiadas, Eike Batista teria alienado tão somente a quantidade de ações necessária ao enquadramento do free float da Companhia;
- ix) sendo assim, “não restou caracterizada a materialidade delitiva, porquanto inexistiu auferimento de vantagem ou benefício, ao contrário, no questionado contexto fático-jurídico, relacionado ao mesmo ‘Fato Relevante’, o acusado apurou prejuízo substancial da ordem de R\$ 208 milhões” ao honrar o exercício da Put em favor da OSX a um preço por ação - R\$ 40,14 - que seria 12 vezes superior ao preço de mercado da ação à época¹³;
- x) “incide na espécie o erro de proibição como excludente, pois o acusado agiu com a convicção de cumprimento do dever legal (enquadramento do free float compulsório para a OSX em 19.4.2013) e sem o entendimento de deter qualquer informação privilegiada”;
- xi) uma vez que a regra da BM&FBovespa determinava a adequação do free float, a situação enfrentada neste caso seria uma hipótese de inexigibilidade de conduta diversa, pois, diante dos fatos, não haveria razão legítima para que Eike Batista descumprisse a determinação imposta pela BM&FBovespa, cumprimento este que teria beneficiado a Companhia e os minoritários¹⁴;
- xii) ainda que a CVM reconhecesse a existência de informação privilegiada, haveria, neste caso, um conflito de normas, já que uma regra - da BM&FBovespa - exigiria a alienação de ações, e a outra, na interpretação da Acusação, impediria que tal alienação fosse realizada. Assim, não seria lícito colocar Eike Batista em uma situação de conflito de normas sancionadoras, quando por uma ação, ou outra, escolhida, lhe recairia sempre uma penalidade; e
- xiii) concluiu que, “diante da situação de conflito entre normas punitivas, da boa-fé de Eike Batista, dos prejuízos apurados no caso e do erro de proibição, a única penalidade que seria passível de aplicação na hipótese concreta seria a advertência”.

26. Ademais, em 17.12.2014, Eike Batista requereu a determinação de prova pericial

¹³ Apresentou-se quadros comparativos demonstrando a diferença entre os valores das ações de emissão da Companhia quando houve a alienação das ações de Eike Batista e quando houve o exercício da Put. Em 24.6.2013, o valor da ação de emissão da OSX no mercado era de R\$ 1,39, chegando a R\$ 1,10 em 12.7.2013. No período entre estas datas, Eike Batista, ao exercer a Put, pagou, por ação de emissão da OSX, o valor de R\$ 40,14.

¹⁴ Citou-se como precedente o PAS CVM nº 13/05, Diretor Relator Otavio Yazbek. Julgado em 25.6.2012.

contábil, a fim de confirmar a tese da defesa de que as ações em discussão foram alienadas para cumprir determinação da BM&FBovespa, e a produção de prova testemunhal (fls. 294-296).

27. Diante disso, o pedido de prova pericial contábil foi indeferido por se entender que a Acusação e a Defesa haviam sido suficientemente claras em seus argumentos. O pedido de produção de prova testemunhal foi deferido na forma de obtenção de manifestação por escrito (fls. 297-299).

28. Em 10.2.2015, Eike Batista manifestou-se em relação ao indeferimento do seu pedido de produção de prova contábil e deferimento da prova testemunhal por escrito, resguardando-se o direito de arguir cerceamento do direito à ampla justiça, ao contraditório e ao devido processo legal, e requerer a anulação do julgamento deste Processo em Colegiado. Requereu a reconsideração da decisão, solicitando a designação de audiência de instrução para a oitiva das testemunhas já arroladas nos autos e adiantou um rol comum de perguntas que deveriam ser feitas às testemunhas. (fls. 311-314).

29. Em 23.05.2016, Eike Batista juntou aos autos laudos técnicos periciais formulados pela Hill International (“Hill”) e Apsis Consultoria (“Apsis”), bem como solicitou o exame de seu pedido de reconsideração (fls. 336-468).

30. O laudo elaborado pela Apsis destaca o volume de investimentos pessoalmente realizados pelo acusado, tanto na OGX quanto na OSX. Segundo a Defesa, tais fatos demonstram que o Acusado fez aportes milionários na OSX, mesmo após ele ter alienado ações para enquadrar o free float da Companhia. Assim, o investimento subsequente na OSX foi feito em valores muito superiores ao preço em bolsa da época e em volume muito maior do que o malsinado enquadramento do free float, o que, no entender da Defesa, fulminaria a tese acusatória, pois demonstra que a motivação da conduta do acusado foi apenas cumprir o dever legal, nada tendo a ver com a prática de insider trading.

31. Destaca também que, em 16.03.2013, Eike Batista “assinou com a OSX um Contrato de Outorga de Opção de Subscrição de Ações e Outras Avenças, segundo o qual ele concedia à companhia ‘uma opção para que, a partir de 24 de março de 2010, até 23 de março de 2013, a Companhia exija que os acionistas controladores subscrevam novas ações até um limite máximo de US\$1,0 bilhão (...) por meio de aumento de capital privado (...), desde que seja verificada a necessidade de capital adicional pela Companhia para a realização de seu plano de negócios e a ausência de alternativas para esta captação junto aos mercados (...)’. A opção de venda foi concedida à OSX em sua abertura de capital, em decorrência da captação de um volume financeiro inferior ao desejado nesta operação”.

32. O referido laudo conclui que o valor total dos investimentos realizados por Eike

Batista na OSX desde a subscrição inicial até o final de 2013 foi de R\$ 1,9 bilhões.

33. Já o laudo elaborado pela Hill faz uma análise técnica das atividades da OGX e dos fatos relevantes à luz da engenharia de petróleo e geociências.

34. No que se refere ao pedido de reconsideração da decisão que deferiu a intimação das testemunhas para apresentarem, por escrito, suas manifestações, em 14.06.2016, o Diretor Gustavo Borba o considerou intempestivo, uma vez que o requerimento foi apresentado pela Defesa em prazo superior ao previsto no art. 22 da Deliberação nº 538/08. Com efeito, o recurso foi inadmitido, e a matéria objeto da decisão recorrida foi considerada preclusa, tendo o Diretor expedido intimações às testemunhas (fls. 469-476; 481-482).

35. Em resposta à inquirição, o Diretor-financeiro e de Relações com Investidores da OSX, J.B.F.N., informou que Eike Batista “investiu por meio da PUT da OSX o valor equivalente a US\$620.000.000,00 (seiscentos e vinte milhões de dólares) no período compreendido entre dezembro de 2012 e maio de 2013”. O Depoente lembra ainda que o acusado também proveu aval pessoal em obrigações da Companhia OSX no valor aproximado de R\$700.000.000,00 (setecentos milhões de reais) (fls. 483 a 485).

36. Acrescentou que o “fato relevante publicado em 17.05.2015 previu o exercício de tranche da PUT no valor de US\$120.000.000,00 (cento e vinte milhões de dólares). O Depoente lembra ainda que este exercício foi ato de um ato de mera liberalidade pelo acusado, já que a obrigação conferida pela PUT tinha expirado no mês de março de 2013. Devido a trâmites operacionais, o Depoente entende que o exercício da PUT deva ter ocorrido em data futura. (...) O Depoente lembra que, na divulgação ao mercado sobre o exercício da PUT, ficou registrado que o valor do exercício seria de aproximadamente R\$42,00 (quarenta e dois reais). O Depoente registra que este valor estava bem acima do preço de mercado no momento da divulgação do exercício, o que poderia resultar em prejuízo substancial ao acusado, em benefício da Companhia, caso o valor de mercado das ações da Companhia presente naquele momento se mantivessem no momento da liquidação financeira”.

37. Em relação ao momento em que foi produzida a primeira versão do plano de negócios anunciado em 17.05.2013, J.B.F.N. declarou que “o Depoente informa que os estudos para alteração do plano de negócios da Companhia, apresentados no dia 17.05.2013, foram discutidos de forma inicial em meados de abril. O Depoente reforça mais uma vez que a Companhia mantinha discussões sobre cenários, objetivando identificar e mitigar riscos”.

38. Também solicitado a se manifestar pela Defesa, o gerente de finanças da OSX, A.F.A.P, afirmou que os valores investidos de janeiro de 2012 a abril de 2015 pelo Acusado através de subscrição de ações, exercício da PUT, adiantamento para futuro aumento de capital e mútuos na OSX foram de aproximadamente R\$1,5 bilhão (fls. 511).

39. No tocante ao exercício de tranche da PUT de US\$120 milhões em maio de 2013, o então gerente financeiro da OSX declarou que “esses recursos foram importantes para a OSX honrar seus compromissos com funcionários, fornecedores e parceiros.”

40. Em 26.07.2013, o presente processo foi distribuído para minha relatoria na reunião do Colegiado, conforme procedimento estabelecido no art. 10 da Deliberação CVM nº 558/08¹⁵ (fls. 492).

41. Em 25.10.2016, o Acusado foi intimado a se manifestar sobre as novas provas produzidas, conforme determina o art. 24 da Deliberação CVM nº 538/08 (fls. 512).

42. Em 18.11.2016, o Acusado apresentou alegações finais, reforçando os seus principais pontos de defesa, quais sejam, inexistia fato relevante pendente de divulgação quando da venda das ações; houve motivação diversa daquela apontada pela acusação para a realização da negociação com os papéis; e inexistiu qualquer vantagem auferida pelo Acusado, ou intenção de obter vantagem (fls. 525 a 543).

43. A Defesa ressalta que, em 19.04.2013, após o pedido de prorrogação de prazo para o cumprimento do free float ter sido negado pela BM&FBovespa, o Acusado vendeu as 9.911.900 ações com o único propósito de enquadrar o free float da OSX, registrando que não houve extrapolação da quantidade vendida, tendo sido alienado exatamente o necessário para o cumprimento do encargo legal.

44. A Defesa sustenta sua tese com parecer jurídico da lavra de Nelson Eizirik, que, dentre outros quesitos, afirma que, apesar de constituir entidade privada, a BM&FBovespa, na qualidade de órgão de colaboração da CVM, exerce munus público, nos termos expressos do art. 17 da Lei nº 6.385/76 (fls. 544 a 574).

45. Assim, o Acusado, ao agir para enquadrar o free float por ordem legal da BM&FBovespa, deu estrito cumprimento ao dever jurídico emanado por autoridade competente, ficando caracterizada atuação em boa-fé e excluída a ilicitude da conduta.

46. Pelo exposto, a Defesa reitera o pedido no sentido de absolver Eike Batista da acusação que lhe é imputada, requerendo o arquivamento dos autos.

VII. Do Ofício do Ministério Público Federal, da Manifestação do Acusado e da Opinião da PFE.

47. Em 14.12.2016, por meio do OFÍCIO MPF/PRRJ/PGFF/nº17.177/16, o Ministério Público Federal (“MPF”) trouxe aos autos provas testemunhais colhidas no âmbito da ação penal nº 0042650-05.2014.4.02.5101, em trâmite perante a 3ª Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro, na qual Eike Fuhrken Batista é acusado de praticar as

15 Art. 10. Ao Diretor que assumir o cargo vago caberá, em caráter definitivo, ressalvada a hipótese de impedimento ou suspeição, a condição de relator dos processos atribuídos ao seu antecessor.

condutas penalmente tipificadas nos artigos 27-C (manipulação de mercado) e 27-D (uso de informação privilegiada) da Lei nº 6.385/76 (fls. 576 e 577).

48. Os depoimentos realizados em 13.12.2016 foram encaminhados à CVM para que fossem apreciados, em caráter de urgência, em razão da designação da sessão de julgamento do processo administrativo para o dia 16.12.2016. Diante disso, o julgamento foi adiado, e ao Acusado foi dado o direito de se manifestar sobre as novas provas juntadas (fls. 578).

49. Em sua manifestação, Eike Batista invocou a preclusão consumativa, na forma prevista no art. 507 do Código de Processo Civil¹⁶, sob o argumento do “descabimento da reabertura da instrução processual após a apresentação das alegações finais”. Em seu sentir, declarado o encerramento da instrução processual, com a apresentação das alegações finais, descabida a reabertura da instrução, sob pena de subversão da garantia constitucional do devido processo legal (fls. 589 a 595).

50. Com efeito, não pode o MPF apresentar documentos novos, gerando a procrastinação do feito e a reabertura da instrução.

51. Além disso, alegou, ainda, a suspeição das testemunhas, com fulcro no art. 447, §3º, incisos I e II, do Código de Processo Civil, aplicável por analogia, sob diversos fundamentos, a seguir resumidos:

a) a Ação Penal nº 002465005.2014.02.5101 teria objeto mais amplo do que o processo sancionador instaurado no âmbito da CVM, visto que este procedimento apura o ilícito de insider trading, ao passo que o outro apura os crimes de insider trading e de manipulação do mercado mediante o uso de declaração falsa com base em outros fatos, alheios a este processo administrativo;

b) ambos os depoentes não teriam feito declarações relacionadas ao tema central deste processo, mas sobre fatos relacionados ao insucesso empresarial da OGX e da OSX, os quais não coincidem com o objeto destes autos;

c) as testemunhas arroladas pelo MPF na ação penal movida contra Eike Batista seriam pessoas claramente conflitadas e estariam em busca de fama e de obtenção de vantagem econômica;

d) nenhum dos depoentes teria sido testemunha de qualquer fato de interesse do presente processo sancionador;

e) o depoente J.A.V.S.J. questionou a imparcialidade do Colegiado da CVM em realizar o julgamento na esfera administrativa, tendo inclusive representado contra o

¹⁶ Art. 507. É vedado à parte discutir no curso do processo as questões já decididas a cujo respeito se operou a preclusão.

órgão junto ao MPF;

f) Aurélio possuiria interesse pessoal na causa, posto que, na condição de acionista da OGX, sofreu prejuízos e, ainda, já ofertou notícia-crime contra o acusado junto ao MPF;

5. g) Por sua vez, o conflito em relação a I.D.F reside no fato de que teria sofrido protesto judicial da OSX, onde se apura sua responsabilidade por irregularidades de gestão e, ainda, no fato de que o depoente teria movido reclamação trabalhista contra a OSX, buscando indenização milionária;

6. h) I.D.F. teria opinado sobre fatos alheios ao presente processo, como o insucesso do estaleiro mantido pela OSX e os empregos perdidos e o processo de recuperação judicial da empresa, já aprovado pela Assembleia Geral de Credores e homologado pelo juiz competente;

52. O Acusado alegou a incongruência entre o conteúdo dos depoimentos e o objeto destes autos, uma vez que os fatos relacionados às vendas das ações de emissão da OGX por Eike Batista, ao retorno da Plataforma “OSX2” ao Brasil, ou mesmo ao insucesso empresarial do acusado, não guardariam qualquer relação com o fato investigado no processo administrativo, qual seja, a alienação de ações de emissão da OSX por seu controlador de posse de informação ainda não divulgada ao mercado.

53. Assim, asseverou que a “prova emprestada” trazida aos autos pelo MPF não se prestaria a atender à finalidade para qual se destina: mostrar a existência e veracidade de um fato e, com isso, influenciar no convencimento do julgador.

54. Por tais razões, requereu o desentranhamento dos depoimentos, invocando o art. 370, parágrafo único, do CPC, que prevê o indeferimento da prova inútil.

55. Em razão dos argumentos apresentados pelo Acusado, solicitou-se manifestação da PFE, como custos legis, sobre a admissibilidade das provas trazidas pelo MPF nos autos do presente processo (fls. 598).

56. A PFE emitiu sua opinião em desacordo com a tese esposada pelo Acusado (fls. 607 a 611).

57. Em relação à preclusão consumativa, a PFE argumentou que “o art. 38 da Lei 9.784/99, que regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal, prevê expressamente a possibilidade de juntada de provas até o momento do julgamento. E havendo previsão específica em lei especial, fica derogada a regra geral contida no Processo Civil, que se aplica aos processos administrativos apenas subsidiariamente”.

58. Além disso, a PFE alegou que “os processos administrativos, especialmente os de cunho sancionador, são regidos pelo princípio da verdade material, que determina ao

administrador público a utilização de todas as provas admitidas em direito na busca da verdade sobre o fato ocorrido. Portanto, até o momento do julgamento, mostra-se descabida e ilegal a imposição de impossibilidade de juntada de novas provas, lícitamente colhidas e compartilhadas, aos autos, não cabendo aqui a invocação do rígido sistema de preclusão existente no processo civil, o qual é dirigido pelo princípio da verdade formal, onde se privilegia a formalidade processual”.

59. No que se refere à alegação de suspeição das testemunhas, a PFE argumenta que esta suspeição não seria aplicável a J.A.V.S.J, visto que, conforme restou decidido na audiência, foi ouvido na qualidade de ofendido, em razão de ser representante legal da Associação de Investidores Minoritários, que figura como assistente de acusação na ação penal. Assim, é na condição de ofendido que as declarações de J.A.V.S.J. deverão ser sopesadas nos autos do processo administrativo.

60. Quanto à testemunha I.D.F, também restou decidido, em audiência, que uma eventual desavença trabalhista entre o depoente e a OSX não contamina sua imparcialidade como testemunha para depor sobre fatos específicos objeto do processo penal.

61. Por isso, para a PFE, os fundamentos aduzidos em juízo seriam suficientes para afastar a alegação de suspeição das testemunhas.

62. No tocante ao fato de o teor dos depoimentos não se referirem diretamente ao objeto destes autos, bem como ao fato de que ambos não teriam presenciado a conduta do Acusado de negociar com ações da OSX de posse de informação privilegiada, a PFE consignou que isso não impede a análise e a valoração, pelo Colegiado, dos depoimentos, pois as testemunhas falam apenas sobre o que sabem e podem trazer aos autos informações que interessam ao processo.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 25 de abril de 2017.

Henrique Balduino Machado Moreira
Diretor-Relator

Voto do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira

I - Da Preliminar

1. Cuido, preliminarmente, do pedido de preclusão consumativa, na forma prevista no art. 507 do Código de Processo Civil (“CPC”)¹⁷, invocado por Eike Fuhrken Batista (“Eike Batista” ou “Acusado”) sob o argumento do “descabimento da reabertura da instrução processual após a apresentação das alegações finais” (fls. 589 a 595), em razão da juntada de provas testemunhais pelo Ministério Público Federal (“MPF”), após a entrega de memoriais (fls. 576 e 577).

2. A Defesa alega ainda a suspeição das testemunhas, com fulcro no art. 447, §3º, incisos I e II, do CPC¹⁸, sob diversos fundamentos, os quais estão resumidos a seguir:

a) ambos os depoentes não teriam feito declarações relacionadas ao tema central deste processo, mas, sobre fatos relacionados ao insucesso empresarial das empresas do grupo “X”, os quais não coincidem com o objeto destes autos;

b) as testemunhas arroladas pelo MPF na ação penal movida contra Eike Batista seriam pessoas claramente conflitadas e estariam em busca de fama e de obtenção de vantagem econômica;

c) nenhum dos depoentes teria sido testemunha de qualquer fato de interesse do presente processo sancionador.

3. O Acusado conclui que a “prova emprestada” trazida aos autos pelo MPF não se prestaria a atender à finalidade para qual se destina: mostrar a existência e a veracidade de um fato e, com isso, influenciar no convencimento do julgador, razão pela qual requer o desentranhamento dos depoimentos, na forma do art. 370, parágrafo único, do CPC¹⁹.

4. Em que pese os argumentos apresentados, a preliminar não merece ser acolhida.

5. A Lei nº 9.784, de 1999, que regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal, prevê expressamente a possibilidade de juntada de provas até o momento do julgamento, conforme prevê o art. 38, transcrito a seguir:

Art. 38. O interessado poderá, na fase de instrução do processo, e antes da tomada da decisão, juntar documentos e pareceres, requerer diligências e pe-

17 Art. 507. É vedado à parte discutir no curso do processo as questões já decididas a cujo respeito se operou a preclusão.

18 Art. 447. Podem depor como testemunhas todas as pessoas, exceto as incapazes, impedidas ou suspeitas. §3o São suspeitos: I - o inimigo da parte ou o seu amigo íntimo; II - o que tiver interesse no litígio.

19 Art. 370. Caberá ao juiz, de ofício ou a requerimento da parte, determinar as provas necessárias ao julgamento do mérito. Parágrafo único. O juiz indeferirá, em decisão fundamentada, as diligências inúteis ou meramente protelatórias.

ricias, bem como aduzir alegações referentes à matéria objeto do processo.

§1º - Os elementos probatórios deverão ser considerados na motivação do relatório e da decisão.

§2º - Somente poderão ser recusadas, mediante decisão fundamentada, as provas propostas pelos interessados quando sejam ilícitas, impertinentes, desnecessárias ou protelatórias.

6. De se notar que, por existir previsão em lei especial, a regra geral contida no Processo Civil fica derogada, aplicando-se o Processo Civil apenas subsidiariamente aos processos administrativos, ou seja, quando não houver regra específica tratando do tema.

7. Ademais, e em linha com o parecer da PFE acostado às fls. 607 a 611, os processos administrativos sancionadores são regidos pelo princípio da verdade material, que determina ao administrador público a utilização de todas as provas admitidas em direito na busca da verdade sobre o fato objeto de controvérsia. Assim, até o momento da decisão, mostra-se descabida a tentativa de retirar dos autos provas lícitamente colhidas e compartilhadas nos autos.

8. No que se refere à alegação de suspeição das testemunhas, também em consonância com o entendimento manifestado pela PFE, os fundamentos aduzidos em juízo são suficientes para afastar a alegação de suspeição das testemunhas, quais sejam: (i) eventual desavença trabalhista entre o depoente I.D.F e a OSX Brasil S.A. (“OSX” ou “Companhia”) não contamina a imparcialidade dele como testemunha para depor sobre fatos específicos objeto do processo penal; e (ii) o depoente J.A.V. foi ouvido na qualidade de ofendido, e é nesta condição que as declarações dele deverão ser sopesadas nos autos deste processo.

9. Em relação ao teor das oitivas, embora os depoentes não tenham feito declarações diretamente relacionadas com a negociação de ações objeto deste processo, conforme alega a Defesa, os acontecimentos relativos ao insucesso empresarial da OSX por eles narrados ajudam a compreender as circunstâncias vivenciadas pela administração da Companhia no momento da negociação, elemento de prova que pode ajudar, em tese, na avaliação global da conduta do Acusado. Cabe, assim, ao Colegiado, proceder à análise e valoração do conteúdo dos depoimentos juntados aos autos.

10. Como visto, é possível a juntada de documentos até a tomada de decisão administrativa, cabendo, na hipótese, e em respeito às oportunidades de defesa, dar ciência à parte e oportunizar nova manifestação, conforme estabelece o art. 24 da Deliberação CVM nº 538, de 2008²⁰, o que foi devidamente observado no presente caso (fls. 578).

20 Art. 24. Ao acusado será concedido o prazo de 15 dias para se manifestar sobre as provas produzidas, independentemente de haver, ou não, acompanhado a sua produção.

11. Por tais razões, afasta-se a preliminar arguida pela Defesa.

II - Do Mérito

12. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado em face de Eike Batista, na qualidade de acionista controlador e presidente do conselho de administração da OSX Brasil S.A. (“OSX” ou “Companhia”), para a apuração de sua responsabilidade pela negociação de ações de emissão da OSX, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76²¹ e ao art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/02²².

13. Como visto no relatório anexo a este voto, a Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) baseia-se no fato de que Eike Batista alienou 9.911.900 ações ordinárias de emissão da OSX em 19.4.2013, com o valor médio de R\$3,40 por ação, em um montante de R\$ 33.700.460,00, supostamente com conhecimento de alterações que ocorreriam no Plano de Negócios da Companhia, ainda não divulgadas ao mercado. Essas alterações contemplavam, entre outras medidas, significativa redução de investimentos e monetização de ativos.

14. Segundo consta dos autos, o mercado somente tomou conhecimento do teor das novas perspectivas para os negócios da OSX em 17.5.2013, quando foi publicado Fato Relevante informando que o Conselho de Administração aprovava a alteração do Plano de Negócios da Companhia e o exercício da opção de subscrição por Eike Batista de novas ações no valor de US\$120 milhões, conforme previsto no Plano de Opção de Subscrição de Ações (“Plano de Opção”).

15. Diante disso, a Acusação concluiu que, ao negociar 9.911.900 ações da OSX, Eike Batista estava na posse de informação privilegiada e evitou para si um prejuízo de R\$10.506.614,00, uma vez que a cotação da ação da OSX na abertura do pregão subsequente à divulgação do Fato Relevante foi de R\$2,34 por ação.

16. Em sua defesa, Eike Batista alega que a alienação de ações foi realizada exclusivamente com o objetivo de cumprir o prazo para enquadramento do free float da Companhia, isto é, atingir o patamar mínimo de 25% de ações de emissão da OSX em circulação, conforme exigência do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BM&FBovespa.

21 Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

§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.

22 Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

17. O Acusado afirma ainda que as medidas propostas no Plano de Negócios²³ só foram tomadas após várias discussões entre os técnicos e os diretores responsáveis e, após a aprovação, em reunião realizada em 17.05.2013, data da divulgação do Fato Relevante. Deste modo, as informações por ele detidas na data em que alienou suas ações não possuíam os elementos necessários para que pudessem influenciar, de modo ponderável, outros investidores, em sua decisão de comprar e vender ações de emissão da Companhia.

18. Em que pesem os argumentos apresentados por Eike Batista, eles não são capazes de eximir sua responsabilidade no presente caso.

19. Como se sabe, a proibição ao uso indevido de informação privilegiada pelo administrador de companhia aberta está estabelecida no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, e regulamentada no art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002:

“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.”

“Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.”

20. Em linha com precedentes desta Comissão²⁴, o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 estabelece regras relativas à valoração das provas que instruem os processos sancionadores nos quais são formuladas acusações de insider trading. Assim, em relação à companhia e aos seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, os di-

23 (i) paralisação da construção de parte de sua Unidade de Construção Naval; (ii) busca de sócio para continuidade da UCN; (iii) perspectiva de redução de sua participação na UCN, com a possibilidade de deter participação minoritária de 10%; (iv) descarte temporário de novos contratos envolvendo a sua unidade de *Leasing*, ou seja, *afretamento de seus navios/plataformas*; (v) venda de ativos sem utilização imediata, demonstrando a falta de caixa da OSX; (vi) suspender temporariamente participações em novas oportunidades até equacionamento do caixa; (vii) vender participações nos FPSOs em operação e em construção (OSX 1, OSX 2, OSX 3 e WHP 2); (viii) ajustar mão de obra direta e indireta de acordo com novo cenário; (ix) paralisar obras do estaleiro, negociando com todos fornecedores; (x) manter apenas as obras necessárias para construção dos 2 FPSOs do Projeto INTEGRA; e (xi) buscar novo sócio para o estaleiro.

24 Em direção semelhante, v. entre outros o voto do Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade no julgamento do PAS CVM nº 04/2004, em 28.6.2006; o voto da Diretora Relatora Luciana Dias, no julgamento do PAS CVM nº RJ2012/1666, em 3.4.2012.

retos, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, que negociaram na pendência de fato relevante, a norma reconhece ser legítimo inferir que tiveram acesso à informação privilegiada e, ainda, que negociaram com o intuito de obter vantagem²⁵.

21. Em outras palavras, o art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002, apresenta duas presunções relativas que têm por objetivo preservar a integridade do mercado de valores mobiliários e atenuar o ônus probatório da CVM, diante da gravidade da prática de insider trading e da dificuldade em comprovar a intenção do agente. Com efeito, diante de negociação de valores mobiliários, antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante, pelos chamados insiders primários - acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas como no caso da negociação pelo administrador - a CVM presume a efetiva utilização da informação privilegiada e a sua intenção de auferir vantagem.

22. Como bem consignado em precedente da CVM²⁶, “nos casos contemplados no art. 13 da Instrução nº 358/2002, a CVM considera determinado fato provado (e.g., o fato de o investigado ser administrador da companhia aberta) como indício hábil a autorizar, por indução, a conclusão quanto à ocorrência de fatos que configuram a prática do insider trading (o conhecimento da informação relativa ao fato relevante pendente de divulgação e o intuito de obter de vantagem). Ou seja, esses elementos da infração são reputados provados pela CVM, até que o investigado ou acusado demonstre o contrário”.

23. Por outro lado, o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, também apresenta em seus parágrafos 6º e 7º duas situações excepcionais, nas quais pessoas próximas à companhia poderão negociar valores mobiliários, mesmo na posse de informações privilegiadas.

24. O §6º do art. 13 dispõe que “[a] vedação prevista no caput não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral”, e o §7º estabelece que “[as]s vedações previstas no caput e nos parágrafos 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de

25 Como estabelece a primeira parte do disposto no art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002: “Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária (...)”.

26 PAS CVM RJ nº 2011/3823, julgado em 09.12.2015.

acordo com política de negociação aprovada nos termos do art. 15²⁷”.

25. Deste modo, o art. 13 permite que, dentro de condições estritas e pré-estabelecidas, a companhia, seus controladores, administradores e outras pessoas a ela relacionadas possam negociar valores mobiliários ainda que de posse de informação privilegiada, sem que isso configure a prática do ilícito de insider trading²⁸.

26. Retornando ao caso concreto, os principais argumentos trazidos por Eike Batista de que (i) não haveria informação relevante na reunião de 15.04.2013²⁹; (ii) a alienação das ações se deu no estrito cumprimento da determinação de enquadramento do free float imposto pela BM&FBovespa; e (iii) o próprio Acusado teria sofrido um prejuízo financeiro “espetacular”, em razão do exercício do Plano de Opções, não são capazes de afastar as aludidas presunções, nem se enquadram nas exceções normativas antes mencionadas.

27. A cronologia dos fatos descritos no relatório demonstra que, apesar de o Fato Relevante ter sido publicado em 17.05.2013, desde o dia 15.04.2013; portanto, um mês antes desta publicação e quatro dias antes de ter negociado seu lote de ações, Eike Batista já havia sido informado pela Gerência Executiva de Planejamento Estratégico da OSX, área subordinada à Presidência da Companhia, que o Plano de Negócios passaria por modificação.

28. De fato, o histórico de alterações de cenários mercadológicos da Companhia já estava descrito na proposta do novo Plano de Negócios da OSX, proposta esta que foi, em 15.04.2013, apresentada e discutida com Eike Batista, na qualidade de presidente do Conselho de Administração, em reunião para tratar da adequação da Companhia ao novo cenário.

29. As propostas tratadas naquela reunião eram de caráter imediato, tais como redução da mão de obra direta e indireta, paralisação de iniciativas junto a novos clientes, rescisão dos contratos de bens e serviços de bens não essenciais, conclusão das instalações mínimas do “cais norte”, venda de ativos sem utilização imediata, conclusão junto a OGX dos reembolsos, busca de novos sócios, bem como a “continuidade dos estudos para o equacionamento econômico/financeiro da OSX” [grifei].

30. O Fato Relevante divulgado em 17.05.2013 confirmou que a OSX adotou, na sua integralidade, as medidas que haviam sido propostas na reunião ocorrida em 15.04.2013, desconstruindo, assim, o argumento da Defesa de que, na ocasião da referida reunião, não existia qualquer conclusão ou decisão com relação à atualização

27 Art. 15. A companhia aberta poderá, por deliberação do conselho de administração, aprovar política de negociação das ações de sua emissão por ela própria, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária.

28 Neste sentido, ver PAS CVM nº RJ2013/5793, julgado em 27.01.2015.

29 No dia 15.4.2013 foi realizada reunião de diretoria da Companhia em que foi iniciada a atualização do Plano de Negócios. A referida reunião contou com a presença do presidente do conselho de administração da Companhia, Eike Batista.

do Plano ou quais medidas seriam adotadas pela Companhia³⁰.

31. Com efeito, fossem discussões em caráter embrionário, como quer fazer crer a Defesa do Acusado, não seriam todas elas, provavelmente, aprovadas em tão curto prazo e na sua integralidade. O que se conclui, do curto período de tempo entre a reunião e a divulgação do fato relevante, e da quase completa semelhança entre o que foi proposto e aprovado, é que, pelo contrário, tratava-se de situações já constituídas e que apresentavam urgência em sua aprovação, dada a gravidade do novo cenário.

32. Logo, desde a reunião de 15.04.2013, Eike Batista já sabia, em detalhes, do que viria a ser divulgado no Fato Relevante de 17.05.2013.

33. E é inegável a relevância das informações que foram divulgadas pela OSX, das quais Eike Batista já tinha pleno conhecimento, bem como o impacto negativo que as medidas anunciadas teriam sobre as cotações das ações da Companhia.

34. O Plano de Negócios divulgado pela OSX apresentou ao mercado uma nova etapa empresarial que se revelava especialmente difícil no tocante à realidade econômico-financeira da Companhia, com evidente impacto negativo sobre os seus resultados futuros e os retornos de seus acionistas. As repercussões advindas daquelas discussões e posterior decisão certamente tinham o potencial de impactar as cotações das ações emitidas pela Companhia e a decisão dos investidores.

35. Neste sentido, cabe destacar que o valor de mercado da OSX foi reduzido sobremaneira após a divulgação do Fato Relevante, e menos de seis meses depois a Companhia veio a público informar a aprovação do seu pedido de recuperação judicial.

36. Assim, resta evidente que um investidor que tomasse conhecimento do Plano de Negócios da OSX previamente à sua divulgação estaria de posse de uma informação privilegiada, pois saberia, antes de todos os outros investidores, da nova perspectiva econômico-financeira da OSX e da grande probabilidade de queda nas ações a partir do momento em que essas informações fossem públicas.

30 Neste sentido, a CVM já decidiu em vários processos como no PAS CVM nº RJ2006/5928, julgado em 17.4.2007, de relatoria do Diretor Pedro Marcilio, que: “Não se exige que a informação seja definitiva ou esteja formalizada para que se considere um fato relevante e, portanto, sujeito ao dever de divulgação. Basta que a informação não seja meramente especulativa, mera intenção, não baseada em fatos concretos. Informações sobre atos bilaterais (contratos, reestruturações societárias, etc.) podem ser divulgáveis, independentemente de consenso entre as partes, desde que uma delas já tenha tomado a decisão de realizar o negócio, fazer uma oferta de compra ou tenha a intenção de prosseguir uma negociação ou concluir uma negociação em andamento. Nesses casos, divulga-se a intenção, mas não a conclusão do negócio.” Do mesmo modo, o Diretor Marcelo Trindade, ao proferir seu voto no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 22/99, julgado em 16.08.01, pronunciou-se afirmando que “esta sucessão de eventos revela claramente, no meu entendimento, que as companhias envolvidas, a CVM e a Bovespa agiram todas, naquele momento, da forma como deveriam: as empresas divulgaram as informações à medida que se tornaram disponíveis e minimamente concretas, mas sem aguardar o desfecho detalhado do assunto, evitando assim que se perdesse o controle sobre a informação” e, ao apreciar a decisão da acusação, que no caso entendia que não se deveria publicar fatos relevantes diante das incertezas da concretização dos negócios, o Diretor disse que “Nada mais falso a meu sentir: a informação deve ser disponibilizada tão logo mereça esse nome, isto é, desde que se trate não de mero projeto inicial e desconexo, mas se tenha traduzido em objetivo concreto da administração ou do controlador”.

37. Portanto, ao estar presente na reunião de 15.04.2013, em que foi apresentada a proposta de alteração do Plano de Negócios da OSX, onde tomou ciência das medidas e de seus efeitos negativos em relação ao resultado da Companhia, Eike Batista, sem sombra de dúvidas, passou a ser detentor de uma informação privilegiada que o impedia de negociar com seus papéis até a divulgação do Fato Relevante, em 17.05.2013.

38. Não obstante, Eike Batista procedeu à alienação de 9.911.900 ações da OSX em 19.04.2013, embora alegue que não teve o comportamento típico de quem objetiva auferir vantagem econômica de posse de informação privilegiada, na medida em que teria alienado tão somente a quantidade de ações necessária para o enquadramento do free float da Companhia, por força da determinação imposta pela BM&FBovespa.

39. A seu ver, por se tratar de comandos conflitantes; de um lado, a obrigação de adequar o free float da Companhia e, de outro, a vedação de negociação de ações com posse de informação privilegiada, ele não teria alternativa a não ser alienar suas ações no dia 19.04.2013. Desse modo, a situação enfrentada pelo Acusado seria hipótese de inexigibilidade de conduta diversa, pois, diante dos fatos, não haveria razão legítima para que ele descumprisse a determinação da bolsa³¹.

40. Esses argumentos, contudo, não são capazes de infirmar a tese acusatória.

41. A justificativa apresentada pelo Acusado para a alienação de ações, tal qual o enquadramento do free float, não afasta, por si só, a proibição de negociação de posse de informação relevante não divulgada ao mercado, que só poderia ser elidida caso existisse uma situação emergencial cuja única saída fosse a negociação das ações, como já decidiu a CVM em outras ocasiões³².

42. Esta situação não ocorreu no caso em apreço, na medida em que se vislumbram, ao menos, duas possibilidades de atendimento à determinação da BM&FBovespa, sem que houvesse violação à norma que veda a negociação de ações de posse de informação privilegiada.

43. De fato, a necessidade de adequação do free float vinha de longa data, tendo a BM&FBovespa, em 2010, concedido à OSX prazo de dois anos, até 19.03.2012, para que fosse alcançado o percentual mínimo de 25% das ações em circulação (fls. 50 a 74).

31 Neste sentido, cabe registrar que a Defesa trouxe aos autos parecer jurídico da lavra de Nelson Eizirik que, dentre outros pontos, afirma que, apesar de constituir entidade privada, a BM&FBovespa, na qualidade de órgão de colaboração da CVM, exerce *munus público*, nos termos expressos do art. 17 da Lei nº 6.385/76 (fls. 544 a 574). Por tal razão, segundo a Defesa, o Acusado, ao agir para enquadrar o free float por ordem legal da BM&FBovespa, deu estrito cumprimento a dever jurídico emanado por autoridade competente, ficando caracterizada atuação em boa fé e excluída a ilicitude da conduta.

32 Ver, nesse sentido, o PAS CVM nº 07/1991, julgado em 06.06.1994, Dir. Rel. José Estevam de Almeida Prado; PAS nº 17/2002, julgado em 25.10.2005, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, em cujo voto se destaca que seria razoável admitir a negociação, ainda que na pendência de divulgação de fato relevante, caso fique comprovado que foi realizada por uma "necessidade premente", frente à qual não se poderia exigir da pessoa conduta diversa; e PAS CVM RJ 2011/3823, julgado em 09.12.2015, Diretor Pablo Renteria.

44. Em 21.03.2012, a OSX solicitou prorrogação do prazo para adequação do percentual de ações em circulação inferior ao exigido, utilizando como fundamentos, em síntese, as dificuldades enfrentadas pela OSX e a conjuntura de mercado, quando então a BM&FBovespa permitiu que o enquadramento ocorresse, gradualmente, em duas etapas: 23,35% até 19.09.2012 e 25% até 19.03.2013.

45. Com relação a esse ponto, inicialmente cabe ressaltar que essa solicitação de prorrogação foi feita pela OSX dois dias após o prazo final fixado pela bolsa, sendo que foi concedida a dilação do prazo sem aplicação de qualquer sanção, a demonstrar que o descumprimento da referida obrigação não acarreta punição automática.

46. A ausência de imediata punição por conta da BM&FBovespa decorre do procedimento previsto no Regulamento de Aplicação de Sanções Pecuniárias no Novo Mercado, que, em seus itens 4.1, 4.2 e 4.3 estabelece, como requisitos para aplicação da sanção, o direito à ampla defesa ao responsável pelo descumprimento e a expedição de notificação, fixando prazo para que o descumprimento seja sanado (fls. 90).

47. No tocante ao enquadramento, a OSX atingiu o percentual referente à primeira etapa na data estipulada e solicitou, em 27.02.2013, nova prorrogação de prazo com relação à segunda etapa, basicamente com a mesma fundamentação do primeiro pedido de prorrogação feito em 21.03.2012. A BM&FBovespa indeferiu porque se tratava da mesma justificativa anteriormente apresentada, concedendo, contudo, prazo adicional de um mês para que o enquadramento do free float mínimo de 25% fosse atingido (19.04.2013). Cabe, por relevante, transcrever a resposta do Presidente da BM&FBovespa que negou o aludido pedido (fls. 74):

“Consideramos que as dificuldades enfrentadas pela Companhia e por seus Acionistas Controladores - na tentativa de promover o enquadramento do percentual de Ações em Circulação devido à conjuntura de mercado - não configuram justificativa plausível para o não atendimento do prazo estabelecido pela BM&FBovespa (...). Nas hipóteses em que as companhias pleiteiam a dispensa do cumprimento da referida regra por prazo determinado, conforme faculta o item 3.2 do Regulamento, assumem o risco de a recomposição ser influenciada por eventos externos à Companhia, como, por exemplo, condições de mercado desfavoráveis que, no limite, podem levar ao descumprimento do compromisso assumido perante a BM&FBovespa. Desse modo, a possibilidade de verificação de cenários dessa natureza é de conhecimento da Companhia no momento da formulação de seu pleito, não podendo ser utilizada como justificativa isolada e de forma reiterada para o referido descumprimento”. [grifou-se]

48. Vê-se, assim, que, em situações excepcionais, o prazo de adequação do free float estabelecido pela BM&FBovespa pode ser flexibilizado, e tal hipótese encontra re-

spaldo no artigo 3.2 do Regulamento do Novo Mercado³³, que permite que o Diretor-Presidente da BM&FBovespa conceda um período para o enquadramento quando da ocorrência de situações excepcionais, como se deu no presente caso.

49. No caso ora analisado, considerando que o acionista controlador estava de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, circunstância que o impedia de alienar ações naquele momento, tal situação excepcional seria plenamente apta a fundamentar uma solicitação de prorrogação, o que não foi sequer tentado pelo Acusado. Evidente que um pedido com este fundamento, diverso, portanto, daquele que fundamentou o pleito anterior, indeferido, teria sido tratado de outra forma pela BM&FBovespa.

50. E, na eventualidade de novo indeferimento, como a adequação do free float traria benefícios para a Companhia e para os minoritários³⁴, o Acusado poderia ter solicitado ao DRI da OSX a divulgação de Fato Relevante para informar ao mercado que um novo Plano de Negócios estava sendo discutido pela administração da Companhia, fornecendo as informações até então disponíveis sobre o assunto, com a ressalva de que a concretização da atualização dependia da aprovação do Conselho de Administração, nos termos do art. 157 da Lei nº 6.404/76. Neste sentido, convém trazer à colação o ensinamento de Luiz Antônio de Sampaio Campos³⁵ a respeito do tema:

‘A possível negociação com informação privilegiada mina a confiança do investidor no mercado de valores mobiliários, na medida em que não se sabe se está negociando nas mesmas informações.

Por isso a LSA proíbe que o iniciado negocie de posse de informação privilegiada, podendo, naturalmente, voltar a negociar tão logo a informação deixe de ser privilegiada e, conseqüentemente, esteja divulgada ao mercado.

Nesse momento deixará de ser insider. Assim, o administrador poderá optar por divulgar a informação privilegiada, mesmo que ela ainda não constitua fato relevante, nos termos do art. 157 e desde que não prejudique os legítimos interesses da companhia, e com isso ficará livre para negociar com valores mobiliários. É o que nos Estados Unidos da América se chama de disclose, or abstain’.

33 Artigo 3.2 do Regulamento do Novo Mercado: “O Diretor Presidente da BM&FBovespa poderá, mediante, solicitação formal da Companhia, devidamente fundamentada, conceder um período para o enquadramento do Percentual Mínimo de Ações em Circulação, sendo esse poder aplicável ainda em relação aos prazos previstos nos itens 7.3 e 8.5, **bem como em outras situações excepcionais.**” (fls. 78v)

34 A Defesa argumenta neste sentido citando como precedente o PAS CVM nº 13/05, Diretor Relator Otavio Yazbek, julgado em 25.6.2012.

35 SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antônio. Conselho de Administração e Diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, Vol. 1, p. 1.152.

51. Caso fosse adotada tal providência, não haveria qualquer impedimento para o Acusado proceder à venda das ações e cumprir, assim, a determinação de adequação do free float imposto pela BM&FBovespa.

52. Era, portanto, possível e exigível que o Acusado tivesse agido proativamente para evitar que a adequação do free float implicasse em violação ao dever de lealdade à Companhia. Todavia, preferiu manter-se em situação de aparente conflito e alienar significativo lote de ações, mesmo de posse da informação privilegiada, obtendo destacado benefício financeiro em detrimento dos acionistas minoritários.

53. Ademais, não se pode concordar com o argumento da Defesa de que o Caderno “Uso de Informação Privilegiada (Insider Trading)”, elaborado pela CVM, permitiria a negociação de ações quando esta decorresse do cumprimento de uma obrigação, ainda que na presença de informação relevante e sigilosa, em razão do seguinte trecho do mencionado caderno:

“Negociação com base em obrigação

As normas não devem proibir que transações legítimas sejam realizadas no mercado, especialmente se a pessoa está negociando em atendimento a uma obrigação legal ou regulamentar ou por força de uma obrigação irrevogável e irretroatável de operar. Por exemplo, o art. 15-A da ICVM 358/02 autoriza que os Insiders Primários negociem valores mobiliários de emissão da companhia, desde que previsto em seus planos individuais de investimento.

Assim, se houver tal previsão, eles são obrigados a realizar as negociações seguindo seus planos individuais de investimento, independente de terem ou não conhecimento de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado.”

54. Isto porque a situação dos autos não se confunde com a autorização de negociação baseada em política de negociação prevista no art. 15-A da Instrução CVM nº 358/2002, que estabelece estritas condições para que as operações ocorram, dentre estas as datas e quantidades dos negócios, como se verifica da leitura do referido dispositivo:

7. “Art. 15-A. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante, poderão formalizar planos individuais de investimento regulando suas negociações com ações de emissão da companhia.

§1º - Os planos de investimento referidos no caput poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no caput e nos parágrafos 1º a 3º do art. 13, desde que:

I - sejam formalizados por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores antes da realização de quaisquer negociações;

II - estabeleçam, em caráter irrevogável e irretratável, as datas e os valores ou quantidades dos negócios a serem realizados pelos participantes; e

III - prevejam prazo mínimo de seis meses para que o próprio plano, suas eventuais modificações e cancelamento produzam efeitos.” [grifou-se]

55. Neste mesmo sentido, o Colegiado da CVM já decidiu que a política de negociação deve ser bem definida para ser apta a afastar a presunção de que os administradores negociaram com a intenção de obter vantagem indevida, como se verifica do voto condutor proferido pelo Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, no julgamento do PAS CVM nº RJ2012/13047, de 04.11.2014, cujo excerto transcreve-se a seguir:

Tendo em vistas estes esclarecimentos, entendo restar prejudicada a análise da intenção dos acusados de auferir vantagem indevida ao negociarem com ações da BHG antes da divulgação de fato relevante. A esse respeito, gostaria apenas de reiterar a tese sustentada por mim no Caso Brasil Brokers de que, havendo certeza da posse da informação privilegiada, a habitualidade da negociação com ações da companhia não é suficiente para afastar a referida presunção, a não ser que tais negociações sejam realizadas nos termos de política de negociação bem definida.

33. Finalmente, acompanho os fundamentos e conclusões da Relatora no sentido de que políticas de negociação e planos de benefício devem prever parâmetros de negociação precisos que eliminem ou minimizem a discricionariedade dos agentes e que, no caso concreto, a Política de Negociação e o aditamento dos Contratos de Outorga de Opções de Compra de Ações e outras Avenças celebrados entre a Companhia e os beneficiários do Plano de Opções não são aptos a afastar dos acusados a decisão negocial sobre as operações questionadas no presente processo”. [grifou-se]

56. A prevalecer a tese da Defesa, a necessidade de a OSX adequar o seu *free float* entre 21.03.2012 e 19.04.2013 permitiria a Eike Batista vender ações da Companhia quando melhor lhe aprouvesse, ainda que ciente da existência de informação sigilosa pendente de divulgação, desde que tal alienação ocorresse dentro do prazo estipulado pela BM&FBovespa; hipótese, portanto, bem diversa da que prevê o mencionado art. 15-A e as orientações do Caderno “Uso de Informação Privilegiada (*Insider Trading*)” elaborado pela CVM.

57. Em outros termos, a Defesa entende que o dever imposto pela Bolsa ao Acusado representaria verdadeiro salvo-conduto para ele realizar operações de venda de ações da OSX, o que claramente violaria os objetivos da norma e esvaziaria os esforços que vêm sendo empenhados pela CVM no sentido de coibir esse tipo de conduta.

58. Ademais, não merece prosperar o argumento de que não restou caracterizada a materialidade delitiva, pois, no contexto fático-jurídico referente ao Fato Relevante de 17.05.2013, Eike Batista teria apurado prejuízo substancial de R\$ 208 milhões, em razão do exercício do Plano de Opções pela OSX, pelo qual foi obrigado a comprar novas ações da Companhia³⁶.

59. O Plano de Opções outorgou à Companhia o direito de requerer de seu acionista controlador a subscrição de novas ações pelo preço apurado na Oferta Pública Inicial de Ações (“Oferta”) corrigido pelo IGP-M/FGV, de sorte que cabia aos membros independentes do conselho de administração a decisão de exigir o aporte de capital, nos termos do contrato firmado em 16.03.2010.

60. Como é de se esperar de um contrato de opção de venda, após o compromisso firmado entre o lançador, Eike Batista, e o titular da opção, a OSX, esta passou a ter o direito de vender o ativo-objeto (novas ações) por um determinado preço (preço apurado na Oferta corrigido pelo IGP-M/FGV) até o vencimento do contrato; e àquele restou tão somente a obrigação de comprar o ativo-objeto (subscrever novas ações e pagar o preço acordado), desde que o titular da opção decida exercer o seu direito. Assim, após o compromisso de adquirir ações por meio do Plano de Opção, firmado por Eike Batista em 2010, este permaneceu em situação de passividade perante a vontade do titular da opção, a OSX.

61. Não há como considerar em conjunto, como deseja a Defesa, o resultado de duas negociações desvinculadas uma da outra. O fato de a equação financeira ser negativa para o Acusado não torna o contrato de opção de venda, firmado pelo Acusado

36 O Fato Relevante publicado pela OSX, em 17.10.2012, informou ao mercado as condições relativas ao Plano de Opções, conforme o trecho a seguir transcrito revela: “Foi aprovado pela unanimidade dos membros independentes do Conselho de Administração da Companhia o exercício, no valor equivalente em Reais a USD 500 milhões, da opção de subscrição (“Put” ou “Opção”) outorgada à Companhia pelos seus acionistas controladores, nos termos do respectivo contrato datado de 16 de março de 2010 (o “Contrato de Opção”), com o objetivo de dotar a Companhia de capital social adicional para a execução e implementação do seu plano de negócios, conforme recomendação da diretoria da Companhia. Em razão de tal exercício, serão realizados aumentos de capital da OSX totalizando USD 500 milhões até 23 de março de 2013, com a emissão de novas ações ordinárias da OSX, ao preço de emissão estipulado na Opção, correspondente ao preço por ação apurado na Oferta Pública Inicial de Ações da Companhia corrigido pelo IGP-M/FGV. Até 26 de outubro de 2012, será realizado aumento de capital no valor equivalente em Reais a USD 250 milhões e o saldo da Opção exercida no valor equivalente a USD 250 milhões será objeto de aumentos de capital da Companhia a serem realizados até 23 de março de 2013. Adicionalmente, os acionistas controladores da Companhia se disponibilizaram a prorrogar até 23 de março de 2014 o direito outorgado à OSX de exercer o saldo do valor da Opção, que soma US\$ 500 milhões adicionais. Tal iniciativa possibilitará que, mesmo já tendo ocorrido o exercício da Opção em valor equivalente a US\$ 500 milhões, fique assegurado à Companhia, pelo prazo adicional de um ano, o direito de requerer que seus acionistas controladores subscrevam novos aumentos de capital em valor adicional equivalente a até outros US\$ 500 milhões. Esse novo compromisso dos acionistas controladores perante a OSX reafirma a perspectiva de que a nova capitalização total da OSX decorrente da Opção possa atingir o valor total de US\$ 1 bilhão até março de 2014. Em decorrência do exercício da Opção ora comunicado, a Companhia iniciou os trâmites correspondentes previstos no Contrato de Opção e na legislação aplicável, com a respectiva divulgação legal”.

em 2010, numa excludente de responsabilidade pela venda de ações de posse de informação privilegiada em abril de 2013. Em outras palavras, o prejuízo de R\$ 208 milhões decorrente de obrigação previamente contratada com a Companhia em 2010 para aporte de capital não compensa a responsabilidade pela prática infracional que lhe resultou ganhos em meados de 2013.

62. Ainda sobre o tema, cabe registrar que a configuração do *insider trading*, independe da existência de vantagem na negociação de valores mobiliários, conforme entendimento consolidado da CVM e a seguir traduzido pelo voto do então Diretor Marcelo Trindade, proferido no julgamento do PAS CVM nº 04/2004, de 28.06.2006:

“ (...) a finalidade de obter vantagem constitui elemento subjetivo do tipo, que o faz doloso, e que se traduz na intenção do agente de produzir um resultado. A produção do resultado, em si mesma - isto é, no caso concreto, a efetiva obtenção da vantagem visada - é elemento objetivo, não se confunde com a finalidade (que é a intenção do agente), e não integra a conduta descrita nos arts. 155, parágrafos 1º e 4º, da Lei das S.A., e no art. 13 da Instrução 358/02.”

63. Portanto, mesmo que Eike Batista não tivesse evitado perda na venda das ações, como efetivamente ocorreu, já é consolidado o entendimento do Colegiado da CVM de que a vantagem não é requisito indispensável para a caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada.

64. De tudo o que foi visto, o que se pode afirmar com convicção é que a necessidade de adequação do *free float* vinha de longa data, somente tendo sido concretizada no momento em que pareceu mais oportuno para Eike Batista, quando havia pendência de Fato Relevante, portanto, na existência de vedação legal.

65. A negociação com o uso de informação relevante ainda não divulgada é uma das práticas mais nocivas ao funcionamento regular do mercado. E a conduta torna-se mais grave quando é praticada pelo acionista controlador, pois, ao se colocar numa indevida posição vantajosa em relação aos demais acionistas e investidores não detentores da informação privilegiada, ele fere a credibilidade que deve existir na formação justa do preço das ações da companhia, razão pela qual deve ser firmemente repelida.

66. Consciente da gravidade da atuação do insider primário para o mercado de capitais, o legislador inseriu essa conduta no rol dos crimes cometidos contra o mercado de capitais³⁷.

67. Cuida-se, portanto, de conduta ilícita a merecer resposta sancionatória adequada,

37 Lei nº 6.385/76: Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: (Artigo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001). Pena- reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (incluído pela Lei nº 10.3030, de 31.10.2001).

de forma a repreender e emendar agentes que, à revelia do regular funcionamento do mercado de ações, negociam de posse de informação privilegiada com a intenção de obter vantagem econômica indevida dos demais investidores.

68. Em razão do acima exposto, com fundamento no art. 11, II e IV, da Lei nº 6.385/76, em precedentes deste Colegiado³⁸, na doutrina³⁹ e em decisão do Superior Tribunal de Justiça⁴⁰ sobre a dosimetria da pena no âmbito da citada Lei, voto pela condenação de Eike Fuhrken Batista, na qualidade de presidente do conselho de administração e acionista controlador da OSX Brasil S.A.: (i) à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 21.013.228,00 (vinte e um milhões, treze mil e duzentos e vinte e oito reais), correspondente a duas vezes o montante da perda evitada, e (ii) à penalidade de inabilitação temporária pelo prazo de cinco anos para o exercício do cargo de administrador, ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, por infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e ao art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, infração esta considerada grave nos termos do art. 18 da Instrução CVM nº 358, de 2002⁴¹.

69. Por fim, proponho comunicar o resultado deste julgamento à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício/CVM/SGE/Nº 11/2014 (fls. 129).

Rio de Janeiro, 25 de abril de 2017.

Henrique Balduino Machado Moreira
Diretor-Relator

Declaração de voto do Diretor Pablo Renteria

1. Senhor Presidente, as provas dos autos evidenciam que, ao vender 9.911.900 ações da OSX no dia 19.4.2013, Eike Batista estava de posse de informação relevante ainda

38 Processos administrativos sancionadores CVM nº RJ2014/6515 e CVM nº RJ2014/8149.

39 A professora Norma Parente defende a cumulação das penas no livro “Parente, Norma Jonssen. Mercado de Capitais/Norma Jonssen Parente; coordenação Modesto Carvalhosa. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.) (item 1.3.5, páginas 671-675).

40 O Superior Tribunal de Justiça, no exame do Recurso Especial nº 1.130.103, de relatoria do Ministro Castro Meira, em 19.08.2010, já se manifestou pela legalidade da aplicação cumulativa das penas descritas no art. 11 da Lei nº 6.835., *quando a companhia encontrava-se sob orientação decisiva dos recorrentes, acionistas controladores e administradores à data dos fatos*.

41 Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no §3o do art. 11 da Lei no 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução.

não divulgada ao público. Como exposto no voto do Diretor-Relator, é incontroverso que quatro dias antes da venda, no dia 15.4.2013, o acusado, que ocupava, então, a presidência do conselho de administração, teve acesso à minuta do novo plano de negócios da Companhia, que seria divulgado ao mercado em 17.5.2013.

2. A principal questão a ser enfrentada no presente caso é o argumento da defesa, segundo o qual Eike Batista teria realizado as vendas não com o intuito de obter vantagem indevida da informação privilegiada, mas, em cumprimento à obrigação imposta pela BM&FBOVESPA, por força do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, de recomposição do percentual mínimo de ações de emissão da OSX em circulação no mercado.

3. A propósito desse argumento, convém retomar o entendimento que vem sendo adotado pela CVM quanto à comprovação da infração ao disposto nos parágrafos 1º e 4º do art. 155 da Lei nº 6.404/1976.

4. Como se sabe, tal infração configura-se quando presentes os seguintes elementos: (i) o conhecimento de uma informação privilegiada (isto é, relevante e ainda não divulgada ao público) e (ii) a negociação de valores mobiliários com o fim de tirar proveito dela para si ou para outrem.

5. O elemento intencional é, portanto, essencial à configuração do *insider trading*. Nessa direção, o aludido §1º veda ao administrador valer-se de informação privilegiada “para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.” Do mesmo modo, em termos inequívocos, o §4º proíbe “a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários” (grifou-se).

6. O legislador, portanto, não reprova qualquer negociação de valores mobiliários de posse de informação privilegiada, mas, apenas aquela realizada com o intuito de auferir vantagem. O *insider trading constitui* ilícito doloso, de forma que, ausente o elemento intencional, a acusação não merece prosperar por falta de conduta típica, ainda que o acusado seja administrador ou controlador da companhia aberta.

7. Nada obstante, consolidou-se nesta autarquia o entendimento de que a relação mais ou menos estreita mantida pelo acusado com a companhia à época dos fatos autoriza a presunção de determinados fatos que integram a configuração da prática de *insider trading*⁴². Tal orientação, que se encontra exposta no art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, tem por efeito estabelecer presunções que auxiliam o julgador na valoração do conjunto probatório que instrui o processo sancionador.

42 V., entre outros tantos, o PAS CVM nº 04/2004, Diretor-relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 28.6.2006; PAS CVM nº RJ2012/1666, Diretora-relatora Luciana Dias, julgado em 03.04.2012; e PAS CVM nº RJ2011/3823, Diretor-relator Pablo Renteria, julgado em 09.12.2015.

8. Desse modo, em relação à própria companhia e aos seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas, ou consultivas, criados por disposição estatutária, que negociaram na pendência de fato relevante, o *caput* do art. 13 reconhece ser legítimo inferir que tiveram acesso à informação privilegiada e, ainda, que negociaram com o intuito de obter vantagem indevida.

9. Nesses casos, a CVM considera determinado fato provado (e.g., o fato de o investigado ser administrador da companhia aberta) como indício hábil a autorizar, por indução, a conclusão quanto à ocorrência de fatos que configuram a prática do *insider trading* (o conhecimento da informação relativa ao fato relevante pendente de divulgação e o intuito de obter vantagem).

10. Por sua vez, o §1º do art. 13 presume o elemento intencional de

“quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados”.

11. Segundo entendimento pacífico deste Colegiado, as presunções reconhecidas na regulamentação têm natureza relativa (*iuris tantum*), admitindo, portanto, prova em contrário. Assim, nos casos contemplados no *caput* do art. 13, compete ao acusado indicar as provas aptas a demonstrar, de maneira inequívoca, que não tinha conhecimento da informação privilegiada, ou a intenção de obter vantagem. Sendo as provas produzidas suficientemente robustas para superar a presunção, o *insider trading* não restará configurado, por faltar um de seus elementos típicos nucleares. Por conseguinte, a acusação deverá ser julgada improcedente.

12. No sistema jurídico brasileiro, que prestigia o direito à ampla defesa e o princípio do livre convencimento motivado do julgador, não me parece possível identificar a *priori* as hipóteses nas quais a CVM entenderá superada a presunção e ausente a finalidade de ganho indevido. Tal questão, com efeito, situa-se no plano dos fatos e remete à valoração das provas dos autos, que variam de um caso para outro. Cuida-se, portanto, de análise que não pode ser dissociada das circunstâncias peculiares a cada caso concreto, cabendo ao julgador, em homenagem à ampla defesa, considerar, na formação de sua convicção, todas as provas disponíveis nos autos.

13. Em variadas situações é possível constatar que a negociação de valores mobi-

liários, ainda que simultânea ao conhecimento de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, foi realizada com finalidade outra que não a de obter vantagem indevida. Algumas delas, por sua relevância prática, encontram-se reconhecidas na própria regulamentação, como se vê dos parágrafos 6º e 7º do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, que tratam do exercício de opção de compra de ações em tesouraria e dos planos individuais de investimento estabelecidos junto às companhias.

14. Ambas as hipóteses apresentam em comum o fato de as compras ou vendas ocorrerem segundo condições contratuais previamente determinadas, quando não existia informação privilegiada, de tal modo que o elemento intencional - consistente no intuito de obter vantagem com a utilização da informação - fica afastado no momento de execução das operações.

15. A esses exemplos, contemplados na regulamentação, somam-se outros que foram apreciados pela CVM em sede de julgamento. Assim, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2003, julgado em 14.9.2005⁴³, o Colegiado considerou que a operação realizada por determinada instituição financeira não havia sido realizada sob a influência da informação privilegiada, porque se tratava de operação de proteção (*hedge*) consistente com a sua estratégia habitual de negociação.

16. Em direção semelhante, no PAS CVM nº RJ2010/4206, julgado em 23.8.2011⁴⁴, a instituição financeira que havia negociado de posse de informação privilegiada foi absolvida da acusação de *insider trading*, porque o Colegiado concluiu que a compra não havia sido feita com o intuito de obter vantagem indevida, mas, por solicitação de um cliente que necessitava de liquidez.

17. Também no PAS CVM nº RJ2013/11654, julgado em 23.9.2014, o Colegiado considerou que as vendas efetuadas por determinada instituição financeira não haviam sido realizadas sob a influência da informação privilegiada, já que se tratava de operações ocorridas no curso de uma estratégia de arbitragem (*risk arbitrage*), definida quando ainda não existia a referida informação.

18. Em outro caso, julgado em 18.8.2015⁴⁵, o Colegiado reconheceu que o administrador (e também acionista controlador) da companhia não havia negociado com o fim de aproveitar-se da informação privilegiada, mas, para executar operação de financiamento, previamente estabelecida com determinada instituição financeira. Tal razão já havia sido considerada suficiente para afastar o elemento intencional típico do *insider trading* no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/2004, ocorrido em 30.9.2008⁴⁶.

43 Diretora-relatora Norma Parente.

44 Diretor-relator Alexsandro Broedel.

45 PAS CVM nº 12/2013, Diretora-relatora Luciana Dias.

46 Diretor-relator Eli Loria.

19. Em outros três processos sancionadores, o Colegiado entendeu que não havia incorrido na conduta típica do *insider trading*, vez que ausente o elemento intencional, o acionista controlador, ou o administrador que, na pendência de divulgação de fato relevante, havia negociado valores mobiliários de emissão da companhia com o fim de levantar recursos financeiros emergenciais em favor daquela⁴⁷.

20. Já no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 02/2010, realizado em 9.7.2013⁴⁸, o Colegiado concluiu que as vendas realizadas por acionista controlador, na pendência de divulgação de fato relevante, não haviam sido motivadas pelo intuito de evitar prejuízo, uma vez que, no mesmo período, ele havia efetuado compras em montante superior às vendas.

21. Em suma, tais exemplos evidenciam que o Colegiado da CVM vem reconhecendo que a negociação de posse de informação privilegiada pode resultar de diferentes razões jurídicas ou econômicas, que afastam o ânimo de obter vantagem indevida. Nesse quadro, a questão relativa à presença ou ausência do elemento intencional resolve-se no plano dos fatos, e, na busca da verdade, cabe ao julgador, respeitado o seu livre convencimento motivado, ponderar se as provas apresentadas contra a presunção indicam, de maneira inequívoca, que a finalidade do acusado, ao negociar, foi outra que não a de tirar proveito da informação privilegiada.

22. Quanto ao caso em apreço, a cronologia dos fatos deixa claro que a venda de ações por Eike Batista, ocorrida em 19.4.2013, foi feita para cumprir a obrigação de enquadramento do número de ações da Companhia em circulação (*free float*) no percentual mínimo estabelecido no Regulamento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

23. Em 27.2.2013, a OSX solicitou extensão do prazo para recomposição do *free float* até 27.9.2014. Vale dizer que esse era o terceiro pedido dessa natureza formulado pela Companhia desde a sua oferta inicial de ações, ocorrida em 2010.

24. Em 18.3.2013, a BM&FBOVESPA enviou ofício à Companhia e ao seu acionista controlador, informando o indeferimento do pedido. Nada obstante, como a resposta havia sido comunicada apenas na véspera da data de vencimento anteriormente fixada para o cumprimento da obrigação, a entidade administradora de mercado concedeu, em caráter excepcional, a extensão do prazo por mais trintas dias, isto é, até 19.4.2013. Chegado esse dia, Eike Batista cumpriu rigorosamente os termos da obrigação estipulada, vendendo exatamente a quantidade mínima necessária de ações para que o *free float* da OSX atingisse o percentual regulamentar de 25%.

25. Como se vê, houve plena coincidência de datas e quantias, o que parece ser uma

47 V., nesse sentido, o PAS CVM nº 07/1991, julgado em 06.06.1994, Diretor-relator José Estevam de Almeida Prado; o PAS CVM nº 17/2002, julgado em 25.10.2005, Diretor-relator Wladimir Castelo Branco; o PAS CVM nº RJ2011/3823, Diretor-relator Pablo Renteria, julgado em 09.12.2015.

48 Diretor-relator Roberto Tadeu.

forte evidência de que o acusado vendeu as ações com o propósito de satisfazer a obrigação assumida perante a BM&FBOVESPA.

26. A acusação, contudo, argumenta que, em realidade, o cumprimento da obrigação teria servido de pretexto para que o acusado pudesse tirar proveito da informação privilegiada impunemente, evitando perda financeira significativa. Segundo a acusação, Eike Batista poderia ter evitado negociar de posse de informação privilegiada e, se assim não fez, é porque procurava, ardilosamente, utilizar a informação para obter vantagem indevida. Tal entendimento escora-se em três argumentos principais:

(i) o acusado não precisava ter cumprido rigorosamente o prazo assinado pela BM&FBOVESPA, uma vez que a imposição de sanções não seria imediata;

(ii) o acusado poderia ter solicitado à BM&FBOVESPA nova prorrogação do prazo para o cumprimento do enquadramento do *free float*, apresentando, como justificativa, a posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado; e

(iii) o acusado poderia ter solicitado à administração da OSX que providenciasse, em 19.4.2013, a divulgação de fato relevante, revelando o estágio no qual se encontrava a revisão do plano de negócios da Companhia, de modo a nivelar a informação disponível no mercado e, assim, prevenir a prática de *insider trading*.

27. *Data venia*, não concordo com o primeiro argumento. O que se espera do devedor é o cumprimento da prestação devida no seu vencimento, e não que descumpra o acordado, procrastinando a satisfação do débito. A razão que justifica a satisfação da prestação não é o receio da sanção, mas o vínculo jurídico que liga o devedor à outra parte, fazendo com que o adimplemento seja a conduta *devida e exigível*. Desse modo, sendo a obrigação espécie de dever jurídico, e não mera faculdade, não me parece correto considerar que o acusado estava livre para observar ou desprezeitar o prazo estabelecido pela BM&FBOVESPA.

28. Chego assim ao segundo argumento. A princípio, parece razoável a orientação sugerida pela acusação. Se a informação privilegiada surgir ao final do prazo de recomposição do *free float*, e não for possível divulgar imediatamente o fato relevante sem prejudicar os interesses legítimos da companhia, seria possível solicitar à BM&FBOVESPA a prorrogação do prazo, de modo a que a venda das ações só ocorra uma vez disseminada a informação no mercado.

29. Tal solução, como já dito, mostra-se razoável, embora me pareça que a sua exe-

ção possa suscitar algumas dificuldades práticas, especialmente no que diz respeito à melhor maneira de comunicar ao mercado a prorrogação, uma vez concedida, sem gerar especulações sobre a existência de algum fato relevante ainda não divulgado ao mercado.

30. Em todo caso, ainda que admitido o acerto da orientação sugerida pela acusação, entendendo, quanto ao caso em apreço, que o fato de o acusado não ter solicitado nova prorrogação do prazo não revela, de sua parte, o intuito malicioso de aproveitar-se do vencimento da obrigação para utilizar indevidamente informação privilegiada.

31. Nesse tocante, vale frisar que, antes de 15.4.2013, a Companhia já havia formulado três pedidos de prorrogação, sendo que o último, como já mencionado, foi indeferido pela BM&FBOVESPA. Aliás, a resposta enviada por esta última à OSX e ao acionista controlador, comunicando o indeferimento, deixava antever pouca disposição para apreciar novo pedido, tendo em vista a ênfase dada ao caráter *excepcional* do deferimento de 30 dias adicionais para a recomposição do *free float*.

32. Tendo em vista o histórico dos pedidos e o teor da última resposta recebida pela Companhia, parece-me razoável supor que, nessas circunstâncias, a formulação de novo pedido de prorrogação não se mostraria frutífera.

33. Por fim, o terceiro argumento da acusação é que Eike Batista deveria ter requerido à administração da Companhia a divulgação de fato relevante em 19.4.2013, informando o mercado acerca do estágio no qual se encontrava a revisão do plano de negócios, de maneira a prevenir a prática de *insider trading*.

34. Cuida-se, sem dúvida, de boa prática, mas, que só se mostra aplicável na medida em que esteja alinhada ao melhor interesse da companhia. Nesse sentido, ao tratar do *disclose, or abstain*, a doutrina observa que o administrador não pode optar por divulgar fato relevante se a sua revelação for prejudicial aos interesses legítimos da companhia:

“A possível negociação com informação privilegiada mina a confiança do investidor no mercado de valores mobiliários, à medida que não se sabe se está negociando nas mesmas informações. Por isso a LSA proíbe que o iniciado negocie de posse de informação privilegiada, podendo, naturalmente, voltar a negociar tão logo a informação deixe de ser privilegiada e, conseqüentemente, esteja divulgada ao mercado. Nesse momento deixará de ser insider. Assim, o administrador poderá optar por divulgar a informação privilegiada, mesmo que ela ainda não constitua fato relevante, nos termos do art. 157 e desde que não prejudique os legítimos interesses da companhia, e com isso ficará livre para negociar com valores mobiliários” (Luiz Antônio de Sampaio Campos, Conselho de Administração e Diretoria, in Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões

35. No caso em apreço, há, a meu ver, razões suficientes para entender que a revelação do estágio da revisão do plano de negócios da OSX poderia, de fato, ser prejudicial, dado que o tema, de inegável sensibilidade, ainda não havia sido definido. A divulgação do teor da minuta, a que o acusado teve acesso, geraria especulações e incertezas no mercado, agravando a situação já difícil vivenciada pela Companhia. Não deve ser por outra razão que a administração, valendo-se da prerrogativa prevista no art. 6º, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002, apenas divulgou o novo plano de negócios em 17.5.2013, quando já havia sido aprovado pelo Conselho de Administração.

36. Há, ainda, outras circunstâncias do caso que, no meu sentir, desautorizam a afirmação de que o acusado tenha ardilosamente se aproveitado do vencimento da obrigação de recompor o *free float* para utilizar a informação privilegiada.

37. Em primeiro lugar, convém assinalar que, no último pedido feito à BM&FBOVESPA, a Companhia solicitou a extensão do prazo de recomposição do *free float* até 27.9.2014, o qual, se tivesse sido atendido, teria permitido tranquilamente que a venda das ações ocorresse após a divulgação do novo plano de negócios da Companhia. Tal fato reforça a minha convicção de que o acusado não tinha a intenção de vender ações enquanto em curso a revisão do plano de negócios da Companhia e somente o fez em respeito ao prazo consignado pela administradora de mercado.

38. Em segundo lugar, a análise dos dados de mercado mostra que, no período de 02 de janeiro de 2013 a 17 de maio de 2013, último pregão antes da divulgação do novo plano de negócios, as ações de emissão da OSX “derreteram”, registrando desvalorização de aproximadamente 78%, em meio às notícias que já circulavam na imprensa acerca da grave crise vivenciada pela Companhia e demais empresas do Grupo X. De 02 de janeiro a 19 de abril - data da venda das ações pelo acusado - a desvalorização já havia alcançado 65,80%. Tais dados sugerem que, antes mesmo de o acusado vender as ações para recompor o *free float*, já prevalecia no mercado uma percepção negativa acerca da rentabilidade da OSX.

39. Considerado tal contexto fático, entendo que a conduta do acusado não é típica daquele que busca auferir vantagem indevida, abusando das informações privilegiadas obtidas em razão da posição de controlador. Se a sua intenção fosse negociar para evitar perdas, dele se esperaria a venda de ações dentro do prazo originalmente estipulado, que terminaria em 19 de março, e não a solicitação de prorrogação para postergar o reenquadramento para o segundo semestre do ano seguinte. Ao invés de vender tão logo tenha tomado conhecimento do indeferimento da prorrogação, aguardou por mais trinta dias o vencimento do termo e, só nesse período, a cotação (de fechamento) caiu de R\$ 6,35 para R\$ 3,45, perdendo 45% de seu valor.

40. Na minha opinião, as circunstâncias acima assinaladas desacreditam a versão da acu-

sação, segundo a qual o cumprimento da obrigação de recomposição do *free float* teria servido, em realidade, de pretexto para que Eike Batista tirasse proveito da informação privilegiada. As razões expostas neste voto me levam, em sentido diverso, a concluir que as provas dos autos são suficientemente fortes para evidenciar que a venda de ações realizada por Eike Batista em 19.4.2013 não foi motivada pelo intuito de obter vantagem indevida.

41. Desse modo, voto pela absolvição de Eike Batista da acusação de infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976 e ao art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

É como voto.

Rio de Janeiro, 13 de junho de 2017.

Pablo Renteria
Diretor

Manifestação de voto do Diretor Presidente Leonardo P. Gomes Pereira

1. Conforme os precedentes deste Colegiado e em linha com o art. 154 da Lei nº 6.404/76, combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, em se tratando de controladores e administradores da companhia (*insiders* primários) que negociam previamente à divulgação de fato relevante, prevalece o entendimento de que há uma presunção relativa de que a negociação se deu na posse de informação privilegiada e com a finalidade de obter vantagem indevida.

2. Nesses casos, cabe ao *insider* primário ilidir essa presunção, demonstrando, com provas convincentes, que não tinha conhecimento da informação relevante, ou que o seu comportamento não foi motivado, em nenhuma medida, pela possibilidade de auferir lucro, ou reduzir prejuízo, indevidamente, mediante a negociação com ações de emissão da companhia.

3. Quanto ao primeiro ponto, concordo com os Diretores Henrique Machado e Pablo Renteria: não há dúvidas de que o acusado Eike Fuhrken Batista (“Acusado”) negociou ações da OSX Brasil S.A. (“Companhia”), em 19.4.2013, de posse de informação privilegiada.

4. Pelas razões já expressas nos respectivos votos, estou certo de que, ao menos desde o dia 15.4.2013, quando participou de reunião da diretoria da Companhia, o Acusado já tinha ciência da atualização do Plano de Negócios da Companhia e de como isso representava um prognóstico negativo.

5. Afinal, as medidas previstas incluíam uma significativa redução de investimen-

tos, monetização de ativos e reorganizações societárias. Era intuitivo pressupor que a posterior divulgação ao mercado de tais informações, de inegável relevância, afetaria negativamente a cotação de ações da Companhia - o que de fato veio a ocorrer em 17.5.2013, quando a Companhia publicou Fato Relevante, informando a aprovação da atualização do seu Plano de Negócios.

6. Portanto, sendo inequívoco o conhecimento da informação relevante ainda não divulgada ao público, no presente caso, a caracterização do ilícito de *insider trading* requer que se analise se a negociação foi, ou não, efetuada com a finalidade de auferir vantagem indevida (seja ela um lucro, ou uma perda evitada), para si, ou para outrem.

7. Pois bem, no caso concreto, entendo que os argumentos apresentados pelo Acusado são incapazes de me convencer de que a sua opção de alienar 9.911.900 ações ordinárias de emissão da Companhia, em 19.4.2013, não tenha levado em conta o prejuízo a ser evitado.

8. Isso porque, como destacado, caso a negociação ocorresse após a divulgação ao mercado do prognóstico ruim da Companhia, que já era da ciência do Acusado, era altamente provável que a cotação do papel seria depreciada, causando maiores prejuízos ao Acusado.

9. Analisando os argumentos levantados pelo Acusado, compreendo que havia, de fato, uma determinação da então BM&FBovespa (agora B3), para que fosse recomposto o *free float* da Companhia, bem como um cronograma para tanto. Não obstante, concordo com o Diretor-Relator quando afirma que esse fato, por si só, não autoriza a negociação na posse de informação privilegiada. Isso, pois, no caso, subsistiu a uma assimetria informacional. Em 19.4.2013, o mercado não negociou nas mesmas bases informacionais do Acusado.

10. Com efeito, o Acusado, assim como qualquer outro participante do mercado de capitais, tinha a obrigação de respeitar a lei, devendo buscar alternativas para afastar a sua situação de assimetria informacional para que a alienação de ações da Companhia não fosse realizada no período vedado. No entanto, como consignado pelo Relator, não houve qualquer movimento nesse sentido, de modo que não vejo como seria possível considerar a operação como regular.

11. Com relação à dosimetria da penalidade a ser aplicada ao Acusado, gostaria de reforçar o meu entendimento, já exposto em outras oportunidades⁴⁹, quanto à possibilidade de cumulação das penalidades previstas na Lei nº 6.385/76 ("Lei 6.385"), vigente à época dos fatos.

12. Reconheço e acredito, no entanto, que a possibilidade de aplicação cumulada de

49 PAS CVM nº RJ2014/6515, Relator Diretor Henrique Machado, julgado em 15.12.2016; e PAS CVM nº RJ2014/8149, Relator Diretor Henrique Machado, julgado em 15.12.2016.

sanções permite ao julgador agir, nos casos em que as circunstâncias assim exigirem, de modo mais efetivo e proporcional na repressão a ilícitos.

13. Tanto é assim que a previsão expressa dessa possibilidade integrou a proposta de alteração da Lei nº 6.385, destinada ao aprimoramento da atividade sancionadora da CVM, e que culminou na Medida Provisória nº 784, de 2017, publicada em 08.06.2017.

14. Com a nova redação do *caput do art. 11 da Lei 6.385* 50, conforme a alteração promovida pela Medida Provisória em referência, passou-se a admitir a aplicação cumulada de penalidades. Naturalmente, contudo, essa novidade legislativa não pode retroagir para o presente caso, em que é aplicável a Lei 6.385 vigente à época dos fatos, que não comportava a cumulação.

15. Nessa direção, e em linha com os precedentes da Autarquia em casos análogos de apuração de responsabilidade pelo ilícito de *insider*⁵¹, entendo que deve ser aplicada ao Acusado a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$21.013.228,00, equivalente a duas vezes o montante da perda evitada, pela infração ao art. 155, §1º, da Lei 6.404 e ao art. 13, *caput*, da Instrução 358.

16. É como voto.

Rio de Janeiro, 13 de junho de 2017.

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente

24.2. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/5813

Acusado: Edair Deconto

Assunto: Apurar eventual responsabilidade de Edair Deconto, na qualidade de membro do Comitê de Auditoria e Riscos e Ex-Diretor da Forjas Taurus S.A., pelo descumprimento ao *caput* §1º do art. 155 c/c art. 160 da Lei 6.404/76 e *caput* do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, por negociar ações da companhia de posse de informações privilegiadas.

Diretor Relator: Gustavo Borba

50 Lei 6.385: "Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei de Sociedades por Ações, de suas resoluções e de outras normas legais, cujo cumprimento incumba a ela fiscalizar, as seguintes penalidades, isoladas, ou cumulativamente (grifamos).

51 PAS CVM nº RJ2014/3225, Relator Diretor Roberto Tadeu, julgado em 13.09.2016; e PAS CVM nº 15/2010, Relator Direto0 Roberto Tadeu, julgado em 08.12.2015.

Relatório

I. Do Objeto

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”), instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”), acusando Edair Deconto (“Edair” ou “Acusado”), na qualidade de membro do Comitê de Auditoria e Riscos e “Diretor” não estatutário da Forjas Taurus S.A. (“Forjas” ou “Companhia”), por ter negociado ações da Companhia utilizando-se de informações privilegiadas, em infração ao §1º do art. 155 c/c art. 160, da Lei nº 6.404/76 (“LSA”), bem como ao *caput* do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 (“ICVM 358/02”).

II. Dos Fatos

2. Ao ter acesso ao Memorando Forjas DRI nº 04 (“Memorando DRI nº 4”), de 05/08/2013, que apreciou as operações com valores mobiliários da Companhia nos meses anteriores à divulgação do fato relevante de 14/08/2013 (fls.11/16), a SEP verificou que o Acusado possivelmente teria realizado operações com ações da Forjas de posse de informações privilegiadas não divulgadas aos mercado, no período de 05/07/2013 até 16/07/2013⁵².

3. A informação relevante em questão decorreria de diversas evidências, adiante especificadas, de que a Remil não quitaria a primeira parcela (com vencimento em 30/06/13) da dívida decorrente da aquisição da SM Metalurgia Ltda., no montante total de R\$ 115.350.000,00 (cento e quinze milhões e trezentos e cinquenta mil reais)⁵³, bem como que a devedora não teria a intenção de pagar integralmente a sua dívida com a Forjas Taurus, circunstâncias essas que provocariam um abalo financeiro na Companhia credora e que teriam aptidão para afetar o comportamento dos investidores em relação aos valores mobiliários da Forjas Taurus.

4. Por meio do Ofício nº 076/2015/CVM/SEP/GEA-4, foram solicitadas informações

52 Nesse sentido, cabe mencionar que, no próprio memorando DRI nº 4, a então Diretora de Relações com Investidores ressaltou que “Gostaria de alertar, que desde 05/07/13 circulou a 1ª versão consolidada do resultado do 1º semestre/13; que no dia 09/07/13 a Diretora recebeu a prévia não auditada do Resultado de Junho e acumulado de 2013; que houve reunião de Diretoria no dia 10/07/13; e que os documentos circularam pelos membros do CA. sem contar os inúmeros assuntos estratégicos que vem sendo tratados pela administração. Deste modo, os membros da Administração estão com informação privilegiada e devem ter atenção redobrada e evitar compra e venda de ações, até segunda ordem.” (fls. 12 dos autos).

53 Valor informado nas notas explicativas às demonstrações financeiras referentes ao exercício findo em 31.12.2013. Nesse sentido, vale reproduzir o seguinte trecho: “Em 21 de junho de 2012 a Forjas Taurus S.A. concluiu a venda das atividades operacionais da Taurus Máquinas-Ferramenta Ltda. (“TMFL”) para a Renill Participações Ltda. (“RPL”), conforme Contrato de Compra e Venda de Quotas e Outras Avenças (“Contrato”) assinado entre as partes. A empresa vendedora foi a Taurus Máquinas-Ferramenta Ltda. (“TMFL”), com a anuência da Wotan Máquinas Ltda. e da Taurus Investimentos Imobiliários Ltda. (“TIIL”), por meio da constituição de uma empresa denominada SM Metalurgia Ltda. (“SML”) cujo capital subscrito no valor de R\$ 115.350, representando o montante final da alienação, mediante integralização de bens imóveis, máquinas e estoques. Com o pagamento de dívida, de capitalização e de dação em pagamento, da Wotan Máquinas Ltda. e da Taurus Investimentos Imobiliários Ltda., a Taurus Máquinas-Ferramenta Ltda. passou a deter a totalidade das quotas da SM Metalurgia Ltda., ficando o compromisso de venda e o compromisso de compra pela Renill Participações Ltda. de adquirir a totalidade das quotas pelo preço de R\$ 115.350”.

ao Acusado, que apresentou as seguintes observações: (i) restaria claro, no Memorando DRI nº 4, que as operações por ele realizadas seriam regulares, tanto que não teriam invadido o período de vedação compreendido entre 17/07/2013 e 01/08/2013, referente à divulgação do 2º ITR do exercício de 2013; (ii) quanto ao pedido de revisão das condições do contrato referente à alienação de SM Metalurgia Ltda., aduziu que o referido contrato

“foi objeto de Fato Relevante em 14.08.2013 (...)”, bem após, portanto, à última negociação (16/07/2013) por ele realizada que seria objeto do presente processo; e (iii) que somente teria tomado conhecimento da discussão do pedido de repactuação do contrato de alienação da SM Metalurgia Ltda. quando do recebimento da notificação da Forjas sobre o tema, em 12/08/2013, o que também teria ocorrido após a última negociação objeto do processo.

5. A SEP prosseguiu a análise dos documentos e alegações apresentados pelo Acusado e decidiu pela instauração do presente Termo de Acusação, conforme disposto na Deliberação CVM nº 538/08.

III. Do Termo de Acusação (fls. 164-176)

6. A SEP sustenta que o Acusado, como “Diretor Executivo” (não estatutário) e membro do Comitê Estatutário de Auditoria e Riscos da Forjas (“CAR”), teria negociado ações da Companhia de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, independentemente do “período vedado” previsto no art. 54º do art. 13 da ICVM 358/02, uma vez que: a) já tinha conhecimento, desde 05/07/2013, da primeira versão consolidada do resultado do segundo semestre de 2013; b) sabia que a primeira parcela da dívida da Renill pela compra da SM Metalurgia Ltda., que deveria ter sido quitada em 30/06/2013, tinha sido inadimplida; c) as negociações realizadas em 15/07/2013 e 16/07/2013, quando Edair vendeu 92.700 (76.700 + 16.000) ações da Companhia, reduzindo sua posição para apenas 9.200 ações preferenciais, seriam totalmente atípicas, sob a perspectiva do volume alienado, para o padrão de negociação do Acusado; d) o Acusado teria participado ativamente da estruturação e dos desdobramentos da operação de venda da SM Metalurgia Ltda., conforme se extrairia das atas das Reuniões do Conselho de Administração, das reuniões do grupo de trabalho criado para análise do tema, do qual o Acusado seria um dos membros⁵⁴, e dos e-mails recebidos ou encaminhados pelo Acusado sobre a questão; e) apesar de o pedido de repactuação do contrato de alienação da SM Metalurgia Ltda. ter sido apresentado em 12/08/2013, diversos documentos demonstrariam que o Acusado já tinha ciência das circunstâncias do inadimplemento da Renill bem antes do fato relevante correspondente; e f) que as infrações previstas no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/13977 seriam independentes das formuladas no pre-

54 Parágrafo 4º, fls. 51 dos autos.

55 Reuniões de 02/05/2013, 29/05/2013 e 24/06/2013.

sente processo⁵⁶.

IV. Da Manifestação da Procuradoria Federal Especializada - PFE e Modificação do Termo de Acusação (fls. 177-182)

7. A PFE sugeriu a inclusão, no enquadramento legal da peça acusatória, do §1º do art. 155 c/c art. 160 da LSA e caput do art. 13, da ICVM 358/02, em razão de o cargo detido pelo Acusado no Comitê de Auditoria e Riscos (CAR) ser de natureza estatutária, o que foi acolhido pela SEP na versão final do Termo de Acusação.

V. Das Razões de Defesa (fls. 210-242)

8. O Acusado, em sua defesa, alegou que: a) os artigos 155, §1º e 160 da LSA não seriam a ele aplicáveis, uma vez que os cargos de “Diretor Executivo” e membro do Comitê de Auditoria e Riscos não seriam estatutários; b) as condutas supostamente praticadas pelo Acusado não estariam individualizadas, pois não haveria indicação das supostas informações privilegiadas de que ele teria conhecimento e como ele as teria utilizado, assim como também não haveria indicação da vantagem por ele supostamente percebida; c) o Acusado não possuía informações privilegiadas sobre a venda da SM Metalurgia Ltda., pois não teve papel importante na estruturação e negociação da venda da referida sociedade empresária, tendo sua função se limitado ao mero planejamento de possibilidades de estruturas organizacionais que teriam sido apresentadas pela diretoria da Companhia; d) não há prova sobre sua participação nas negociações sobre os contratos e parcelas a serem pagas pela venda da SM Metalurgia Ltda, e que esse tema estaria sendo analisado no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/13977; e) não haveria prova de que o Acusado possuía informações privilegiadas sobre os resultados financeiros do 2º trimestre de 2013; f) mesmo em caso de ciência, as referidas informações trimestrais não teriam força para, teoricamente, influenciar de modo ponderável a cotação dos valores mobiliários emitidos e/ou as decisões tomadas pelos investidores; e f) que tinha motivações lícitas para as negociações realizadas, dado que, em virtude da aproximação de sua aposentadoria, estava em processo de redução da posição acionária na Companhia, com realocação desses recursos em investimentos de menor risco.

VI. Da Manifestação sobre a possível redefinição jurídica dos fatos (fls. 376381)

9. Diante da discussão sobre a caracterização jurídica como estatutário ou não do cargo ocupado pelo Acusado no CAR, intimou-se a SEP para que se manifestasse sobre o assunto. A Área Técnica ressaltou que, no caso concreto, há previsão expressa do Comitê de Auditoria e Riscos nos artigos 27 e 32 do estatuto social da Companhia,

⁵⁶ Nesse sentido, a Acusação ressaltou que: “No âmbito da PAS CVM nºRJ-2014-13977 está sendo apurada a responsabilidade do Sr. Edair Deconto, entre outros por (i) ter participado, com conhecimento das reais condições do negócio, das tratativas que resultaram da celebração do contrato e na aprovação da operação de alienação da SM Metalurgia Ltda.; e (ii) haver participado de estratégia que serviu de base para o reconhecimento contábil de um valor de venda e um ativo inexistentes.”

(conforme nota de rodapé as fls. 174 dos autos).

de modo que o cargo detido pelo Acusado deveria ser considerado estatutário, com a consequente aplicação do art. 160 da Lei 6.404/76.

10. Intimado para se manifestar sobre essas considerações da SEP, o Acusado manteve-se inerte.

VII. Da Rejeição do Termo de Compromisso e Da Distribuição do Processo (fls. 371-373)

11. Em reunião do Colegiado, ocorrida no dia 14 de junho de 2016, a Proposta de Termo de Compromisso do Acusado foi rejeitada pelo Colegiado, tendo o processo sido, em seguida, distribuído para minha relatoria, nos termos do art. 3º da Deliberação 558/2008.

12. É o relatório.

Rio de Janeiro, 13 de julho de 2018.

Gustavo Borba

Diretor-Relator

Manifestação de voto do Diretor-Relator Gustavo Borba

I. Visão panorâmica

1. A SEP, com fulcro no §1º do art. 155 c/c art. 160, da Lei nº 6.404/76 (“LSA”), e no *caput* do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 (“ICVM 358/02”), acusou Edair Deconto (“Edair” ou “Acusado”), membro do Comitê de Auditoria e Riscos e “Diretor Executivo” da Forjas Taurus S.A. (“Forjas” ou “Companhia”), pela negociação de ações da Companhia de posse de informações relevantes não divulgadas ao mercado.

2. O Acusado teria, segundo o Termo de Acusação, realizado vendas irregulares de suas ações da Companhia entre os dias 05/07/2013 e 16/07/2013 (itens 15 e 16 do TA), sendo que as vendas mais relevantes realizadas de posse de informação privilegiada teriam ocorrido em 15 e 16/07/2013, quando, mesmo após ter sido informado pelo DRI sobre a vedação para negociação “a contar do dia 15 de julho” (e-mail de fls. 15), promoveu a venda de 92.700 ações (volume muito superior ao padrão de negociação do acusado), reduzindo, assim, sua participação na Companhia a apenas 9.200 ações.

3. Sustenta a Acusação que, no que se refere ao negócio realizado entre Forjas Taurus e Renill Participações, por meio da qual a primeira alienou à segunda a participação societária majoritária que detinha na SM Metalurgia Ltda., o Acusado tinha ciência de detalhes obscuros da negociação, inclusive quanto ao provável inadimplemento da primeira parcela da dívida da Renill, que deveria ser quitada em 30/06/2013.

4. Nesse sentido, afirma a SEP que diversos problemas relativos a essa venda, inclusive contratos relacionados à operação que teriam sido ocultados da própria administração e que diminuiriam de forma indireta o montante total da dívida, seriam de conhecimento do Acusado no mínimo desde 02/05/2013, quando, por decisão do Conselho de Administração, todas essas questões foram encaminhadas para análise de Grupo de Trabalho então criado, do qual o Acusado fazia parte.

5. Ademais, vários e-mails enviados para o Acusado, ou em que ele estava “copiado”, demonstrariam que, desde 2012, as fragilidades do contrato de venda da SM Metalurgia Ltda. seriam evidentes e que problemas se manifestariam quando chegasse o momento do pagamento da primeira parcela, em 30/06/2013.

6. Essas circunstâncias, que ainda não haviam sido divulgadas ao mercado, constituiriam um fato relevante, especialmente em momento próximo ao vencimento da primeira parcela (em 30/06/2013) do pagamento devido pela aquisição da SM Metalurgia Ltda., uma vez que essas informações, detidas pelo Acusado, teriam aptidão teórica para influir no comportamento dos participantes do mercado em relação aos valores mobiliários da Forjas Taurus.

7. Além disso, conforme informações constantes do Memorando DRI nº 4 (fls. 12), a assimetria informacional teria sido agravada pela circulação, no dia 05/07/2013, da 1ª versão consolidada do resultado do 1º semestre de 2013, bem como pelo recebimento pela Diretoria, em 09/07/2013, da prévia não auditada do 2º ITR.

8. Por fim, corroborando a violação pelo Acusado à política de negociação com valores mobiliários da Companhia, cumpre observar que, em e-mail de 09/07/2013 (fls. 14), o DRI alertou aos “*Conselheiros, Diretores, Partes Relacionadas e demais signatários da Política de negociação da companhia*” que eles não deveriam negociar valores mobiliários da Companhia a contar de 15 de julho de 2013 - alerta esse que foi desconsiderado pelo Acusado, tanto que vendeu grandes quantidades de ações nos dias 15 e 16 de julho de 2013.

9. Em sua defesa, sustenta o Acusado que: a) não seria membro de órgão estatutário, razão pela qual não poderia ser Acusado com fulcro no art. 155, §1º, c/c art. 160 da Lei 6.404/76; b) que a acusação não teria individualizado a conduta do Acusado, o que lhe cercearia a ampla defesa; c) inexistiria prova nos autos quanto à sua ciência de fato relevante relativo a detalhes da venda da SM Metalurgia Ltda.; d) não teria participado ativamente da venda da SM Metalurgia Ltda., sendo certo que essa questão

estaria sendo analisada no PAS RJ2014/13977; e) que os e-mails citados pela acusação teriam sido interpretados fora de contexto e de forma distorcida; e) não possuía informações privilegiadas sobre o 2º ITR de 2013; f) o 2º ITR sequer conteria informações privilegiadas; g) teria motivações lícitas para realizar as negociações com ações da Companhia; e h) eventual condenação deve ser aplicada de forma proporcional e considerando a sua situação financeira.

II. Preliminares

a) Preliminar de ausência de individualização da conduta do Acusado

10. Passando à análise das preliminares suscitadas pelo Acusado, entendo que não merece prosperar a alegação de ausência de individualização da conduta irregular de Edair no Termo de Acusação, uma vez que a acusação indica de forma específica detalhes suficientes da conduta do Acusado que seria ilegal, que consiste na negociação com ações da Companhia de posse de informação relevante.

11. Do exposto, rejeito a preliminar de ausência de indicação precisa da conduta irregular do Acusado.

III. Da Preliminar de Conexão com o PAS RJ2014/13977

12. Embora não o faça de forma explícita, a Defesa parece sugerir que haveria conexão do presente processo com o PAS RJ2014/13977, o que não procede, uma vez que, naquele processo, discute-se a participação ativa do Acusado na negociação da alienação da SM Metalurgia Ltda. no ano de 2012, questão que não precisa ser analisada ou definida no presente processo, uma vez que a negociação como *insider* prescinde da atuação do Acusado na modelagem do negócio, mas apenas a ciência, no momento da negociação, do fato relevante não divulgado. Além disso, a ausência de conexão fica evidente quando se verifica o período a que se refere a Acusação de *insider trading* ora em apreciação, bem após a assinatura do contrato de venda de participação societária.

IV. Mérito

13. Além da diretoria executiva não estatutária, o Acusado exercia, no período objeto da acusação, o cargo de “Membro do Comitê de Auditoria e Riscos” (CAR), cuja existência obrigatória estava expressamente indicada no art. 27⁵⁷ do Estatuto da Com-

57 “Artigo 27 - Compete ao Conselho de Administração, além de outras atribuições previstas em lei ou no presente Estatuto Social: (...) XXIV. Instituir o Comitê de Auditoria e Riscos, o Comitê de Remuneração e Desenvolvimento de Pessoas e o Comitê de Gestão e Governança Corporativa, eleger os respectivos membros e fixar as respectivas remunerações; (...)”

panhia, o qual, no art. 32⁵⁸, previa ainda parte das competências do órgão, do que se conclui que o CAR era um órgão de natureza estatutária, estando seus membros, por determinação do art. 160 da LSA, submetidos aos deveres e responsabilidades dos administradores, tal como consta da seção IV do capítulo XII da Lei nº 6.404/76, o que inclui o dever previsto no art. 155, § 1º, que foi objeto da acusação.

14. Nesse sentido, podemos citar a posição de Nelson Eizirik⁵⁹:

“Os órgãos com funções técnicas ou de aconselhamento dos administradores podem ser criados pelo estatuto ou mediante normas internas da companhia, de tal fato decorrendo regimes diversos de responsabilidade para os seus membros. Quando o órgão é previsto no estatuto, aplicam-se aos seus membros, em princípio, as normas da Seção IV e suas funções são indelegáveis. Se o estatuto apenas menciona que o conselho de administração poderá criar comissões consultivas ou comitês técnicos, sem especificá-los, não serão eles considerados ‘criados pelo estatuto’, não lhes sendo aplicáveis as disposições deste artigo”

15. Desta forma, considerando que o Acusado exercia o cargo estatutário de membro do Comitê de Auditoria e Risco, rejeito a preliminar de mérito no sentido de que o art. 13 da ICVM 358 e o art. 155, § 1º, c/c art. 160, da Lei 6.404/76, não seriam aplicáveis ao caso.

16. Desta forma, conforme regra que se extrai do art. 13 da ICVM 358⁶⁰ e do art. 155, § 1º, c/c art. 160, da Lei 6.404/76, incide sobre o Acusado, as presunções de ciência dos fatos relevantes referentes à Companhia e de que a negociação, após a existência do fato relevante, teria sido com o objetivo de obter benefício indevido. Sobre o tema, convém, a título de ilustração, transcrever um dos precedentes que tratam do tema de forma pacífica, de relatoria do Diretor Pablo Renteria⁶¹:

“20. Vale ressaltar, a propósito, em linha com precedentes da CVM, que o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 estabelece regras atinentes à

58 Artigo 32 - Compete à Diretoria a prática de todos os atos necessários ao funcionamento da Companhia, exceto os que, por lei ou por este Estatuto, sejam atribuição de outros órgãos.

Parágrafo Único - Compete à Diretoria, além de outras funções previstas em lei ou neste Estatuto Social, submeter anualmente à apreciação do Conselho de Administração o relatório da Administração, as contas da Diretoria e as Demonstrações Financeiras, acompanhados dos pareceres do Conselho Fiscal, dos auditores independentes e do Comitê de Auditoria e Riscos, bem como da proposta de destinação dos lucros apurados no exercício anterior.

59 EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada, Vol. II, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 418.

60 Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

61 Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/3823, Rel. Dir. Pablo Renteria, julg. em 09.12.2015. Também nesse sentido vide PAS CVM nº RJ2014/10290, Rel. Dir. Henrique Machado, julg. em 13.06.2017 e PAS CVM nº RJ2015/2666, Rel. Dir. Roberto Tadeu, julg. em 13.09.2016.

valoração das provas que instruem os processos sancionadores nos quais são formuladas acusações de infração ao disposto nos §§ 1º e 4º do art. 155 da Lei nº 6.404/1976. Nessa direção, o que o mencionado art. 13 faz é esclarecer que a relação mais ou menos estreita mantida pelo Acusado com a companhia à época dos fatos autoriza a presunção de determinados fatos que integram a configuração da prática de insider trading.

21. Assim, em relação à própria companhia e seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, que negociaram na pendência de fato relevante, a norma reconhece ser legítimo inferir que tiveram acesso à informação privilegiada e, ainda, que negociaram com o intuito de obter vantagem” (g.n.)

17. No entanto, apesar das referidas presunções, impõe-se a comprovação de que existiria, quando das negociações supostamente irregulares, algum fato relevante ainda não divulgado ao mercado.

18. O fato relevante, no caso, seria relacionado à postura recalcitrante da Renill quanto ao pagamento da primeira parcela da dívida decorrente da aquisição da SM Metalurgia Ltda., que se venceria em 30/06/2013 e era parte de um negócio cujo valor total era de R\$ 115.350.000,00 (cento e quinze milhões e trezentos e cinquenta mil reais), bem como à intenção da devedora de não quitar a dívida integralmente.

19. Importante, desde logo, ressaltar que o fato relevante, no caso, era o conjunto de circunstâncias que indicavam que a Renill não iria quitar a primeira parcela e que pretendia reduzir o valor total da dívida, o que causaria um abalo econômico financeiro na Forjas Taurus, com capacidade para afetar o comportamento dos investidores em relação aos valores mobiliários da Companhia.

20. Nesse contexto, não importa que o fato relevante efetivamente divulgado em 14/08/2013 dissesse respeito ao pedido da Renill para *repactuação da dívida*, uma vez que esse aspecto específico seria o resultado de uma situação que já vinha se construindo anteriormente e que, em seu aspecto mais amplo, consistia nas fortes evidências de que a Remill não iria quitar tempestiva e integralmente a sua dívida com a Forjas Taurus, o que já constituiria a essência do fato relevante.

21. Desta forma, o fato relevante surgiu no momento em que se configurou de forma consistente a indicação de que haveria inadimplemento pela Renill e que esta não pretendia pagar integralmente o crédito da Forjas Taurus, o que veio a ser confirmado com o não pagamento da primeira parcela no dia 30/06/2013⁶². Saliente-se que,

⁶² Posteriormente, por meio da divulgação do fato relevante de 14.08.2013, foi informado ainda o recebimento de pedido de revisão das condições do contrato de promessa de compra e venda de quotas e outras avenças

conforme se extrai do Memo DRI nº 4 (fls. 11/12), já havia sido elaborada a 1ª versão do 2º ITR em 05/07/2013, que foi circulada para a diretoria em 09/07/2013 (fls. 12), o que tornava inequívoca a mora em relação à primeira parcela da dívida da Remil. Ademais, mesmo que essa informação não estivesse nessa 1ª versão do 2º ITR, seria indubitável a ciência pelo Acusado (membro do comitê de auditoria e risco) quanto ao não pagamento desse importante crédito no dia do vencimento (30/06).

22. Com essas informações, os administradores da Forjas Taurus (bem como os demais membros de órgãos estatutários a ele equiparados) estavam em posição de desnível informacional com o mercado quanto a elementos que seriam aptos a afetar a cotação dos valores mobiliários da Companhia, o que significa dizer que essas pessoas estavam na posse de informação privilegiada.

23. Nesse contexto, parece-me que a existência da informação relevante seria inequívoca não apenas em decorrência da efetiva inadimplência da Renill, que ocorreu em 30/06/2013 (data do vencimento da 1ª parcela da dívida), mas também em virtude de diversos indícios de que isso iria ocorrer e que até mesmo justificaram a criação, em 29/05/2013, de um grupo de trabalho denominado “GT Soluções Máquinas - GSM”, que, em conjunto com a contratada Casel Gestão Estratégica de Tributos, encontrou fortes evidências de que a Renill não pretendia quitar integralmente a dívida decorrente da aquisição da SM Metalurgia Ltda.

24. Anote-se que, no bojo dessas investigações do GT Soluções Máquinas - GSM, foram localizados instrumentos contratuais, supostamente ocultados do Conselho de Administração, que indicariam claramente a intenção da Renill de não quitar integralmente a dívida que tinha com a Forjas Taurus. Esses insólitos instrumentos contratuais, aparentemente assinados por administradores que já não se encontravam na Companhia, simulavam, ao que tudo indica, dívidas da Forjas Taurus em favor do grupo Súb Metal (fls.325/328), enquanto outros indicavam mais claramente a intenção de repactuação da dívida da Renill com a Forjas Taurus (fls. 329).

25. Desta forma, somando-se a informação do conteúdo de todos os instrumentos descobertos que buscavam afastar ou reduzir a dívida da Renill com o próprio inadimplimento da primeira parcela da dívida em 30/06/2013, configurou-se de forma substancial o fato relevante quanto ao provável não recebimento integral do crédito da venda da SM Metalurgia Ltda. (o que veio a se confirmar depois, com o pedido de repactuação da Renill). Nesse contexto, não existia uma mera possibilidade de inadimplimento da devedora, mas sim uma forte probabilidade de que isso ocorreria, o que impedia a negociação das ações pelos administradores e equiparados.

26. Desta forma, a existência do fato relevante combinado com as negociações realizadas pelo Acusado, já seriam suficientes para condenar o Acusado com base na

apresentado pela Renill.

presunção que se extrai do art. 13 da ICVM 358 e art. 155, § 1º, c/c art. 160, da LSA, uma vez que a Defesa não apresentou provas minimamente capazes de desconstituir a presunção que incide contra os membros de órgão estatutário - poder-se-ia, portanto, parar o voto por aqui.

27. Embora desnecessário, uma vez que o Acusado não se desincumbiu de desconstituir as presunções que contra ele incidem, cabe acrescentar que a SEP, ainda assim, indicou vários indícios da ciência pelo Acusado de que a Renill não iria quitar integralmente a primeira parcela da dívida em 30/06/2013 e que pretendia repactuar a operação. Analisar-se-á, a seguir, apenas os indícios indicados pela Acusação que consideramos mais consistentes e fortes.

28. Nesse sentido, importante salientar que, na Reunião do Conselho de Administração de 02/05/2013, no bojo de uma discussão sobre *“as principais pendências e implicações derivadas da venda da SM Metalurgia Ltda.”*, em que se fez inclusive referência aos *“aspectos relacionados às obrigações contratuais com clientes e dívidas remanescentes da empresa bem como os efeitos futuros no Caixa e nos Resultados Consolidados”*, remeteu-se a análise do caso ao Comitê de Auditoria e Riscos (CAR), do qual o Acusado fazia parte.

29. Algum tempo depois, na reunião do Conselho de Administração de 29/05/2013, o “CAR” fez um relato sobre o tema, concluindo que precisaria de mais elementos para se pronunciar, razão pela qual sugeriu a criação de Grupo de Trabalho (GT Soluções Máquinas-GMS) para se aprofundar na questão, que também contou com a participação do Acusado.

30. Esse Grupo de Trabalho, em conjunto com a contratada Casel Gestão Estratégica de Tributos, identificou os contratos que supostamente teriam sido ocultados do Conselho de Administração, aos quais já se fez referência no item 24 supra, e que claramente indicavam a intenção da Renill de não quitar integralmente a substancial dívida que possuía com a Forjas Taurus.

31. Na reunião do Conselho de Administração do dia 24/06/2013, os integrantes do grupo GT Soluções Máquinas-GMS (incluindo o Acusado), já de posse dos “contratos ocultados”, fizeram relato sobre o tema, salientando as evoluções obtidas para esclarecimento da questão, mas ressaltando a necessidade de mais tempo para dar uma opinião conclusiva.

32. Percebe-se, portanto, que em 24/06/2013, o autor já tinha estudado a questão e inclusive analisado os contratos supostamente ocultados que claramente indicavam a muito provável inadimplência da Renill em relação à primeira parcela (30/06/2013) do crédito da Forjas Taurus, bem como a intenção de repactuação da dívida.

33. Soma-se a isso a efetiva inadimplência do pagamento da dívida na data do venci-

mento (30/06), que apenas confirmou os indicativos presentes nos “contratos ocultados” e demonstrou que a mora não era eventual, mas sim uma estratégia já há muito tempo desenhada pela Renill para redução da sua dívida.

34. Como se tudo isso não bastasse, há ainda que se ressaltar que o Acusado vendeu montante elevadíssimo de ações da Companhia nos dias 15 e 16 de julho de 2013, tanto que alienou 92.700 ações, reduzindo sua participação acionária para apenas 9.200 ações, demonstrando um comportamento atípico quando comparado com a sua atuação pretérita, o que é mais um indicativo, conforme precedentes da CVM, da negociação de posse de informação relevante.

35. Por fim, cumpre salientar que, apesar de o Acusado ter recebido um e-mail do DRI, em 09/07/2013 (fl. 14), dizendo que estaria vedada a negociação a partir de 15/07/2013, ainda assim o Acusado alienou, nessa data e no dia seguinte, o já referido volume grande e atípico de ações (92.700 ações), o que também corrobora a urgência na operação, típica dos insiders, a tal ponto que justificou a não observância da orientação do DRI da Companhia. Sobre esse ponto, observe-se que, posteriormente, o período vedado foi adiado em virtude do atraso na divulgação do 2º ITR, mas isso não afeta as conclusões quanto à postura açodada do Acusado, uma vez que ele não saberia, quando das alienações, que posteriormente haveria o adiamento.

36. Nesse contexto, e independentemente da presunção que incide sobre os membros de órgãos estatutários, verifica-se um conjunto de indícios fortes e consistentes que demonstram que o Acusado negociou ações da Companhia de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, quais sejam: a) o Acusado participou, como membro do CAR, de discussões sobre o assunto desde 02/05/2013; b) como membro do GT Soluções Máquinas-GMS discutiu especificamente a postura adotada pela Renill e teve acesso aos denominados “contratos ocultados”, que claramente indicavam que a devedora não pretendia quitar a primeira parcela da dívida em 30/06/2013 e, mais do que isso, que ela tinha a intenção de reduzir substancialmente o valor da dívida; c) já sabia que a primeira parcela do contrato de alienação da SM Metalurgia Ltda. não fora quitada tempestivamente em 30/06/2013; d) apesar de o e-mail do DRI de 09/07/2013 ter informado que o “período vedado” teria início em 15/07/2013 (fl. 14), o Acusado promoveu o maior volume de venda de ações nos dias 15 e 16/07/2013; e e) o comportamento do Acusado quanto ao volume de venda de ações no mês de julho de 2013 teria sido atípico quando comparado ao seu padrão de negociação.

37. Em síntese: até se poderia sustentar que em maio de 2013 ainda não haveria informação relevante sobre a postura recalcitrante e a muito provável inadimplência da Renill. Contudo, após o acesso aos “contratos ocultados” e ao efetivo atraso do pagamento da primeira parcela em 30/06/2013, já estava configurada de forma indelével a informação relevante, cujo pedido de repactuação divulgado em 14/08/2013 foi apenas um desdobramento mais do que provável.

38. Do exposto, seja em virtude da presunção derivada da aplicação do art. 13 da ICVM 358 e do art. 155, § 1º, c/c art. 160, da LSA, seja pelas diversas evidências consistentes e convergentes resumidas no item 36, impõe-se a conclusão de que o Acusado negociou ações da Forjas Taurus de posse de informação relevante não divulgada ao mercado.

39. Quanto à dosimetria, cumpre observar que não foi realizado um cálculo minimamente preciso do benefício auferido no Termo de Acusação, e que a apuração realizada durante a negociação do termo de compromisso, indicando um prejuízo evitado de R\$ 63.462,00 (sessenta e três mil, quatrocentos e sessenta e dois reais) não me parece acurada o suficiente para embasar com precisão a dosimetria da multa, razão pela qual fixarei a pena com fulcro no art. 11, § 1º, I, da Lei nº 6.385/76 (com a redação vigente na época dos fatos).

V. Conclusão

40. *Por todo o exposto, com fulcro no art. 11 da Lei nº 6.385/76, voto:*

a) pela rejeição das preliminares de ausência de definição da conduta irregular e de conexão com o PAS RJ2014/13977; e

b) pela condenação de Edair Deconto à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), por negociar com valores mobiliários de emissão da Forjas Taurus SA de posse de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, em infração ao disposto no §1º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c caput do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

Rio de Janeiro, 13 de julho de 2018.

Gustavo Borba

Diretor

24.3. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/1760

Acusados:

Luiz Carlos Siqueira Aguiar

Orlando José Ferreira Neto

Assunto:

Apurar a responsabilidade de Luiz Carlos Si-

queira Aguiar, na qualidade de Diretor Vice-Presidente para o Mercado de Defesa, e de Diretor Vice-Presidente Financeiro e de Relações com Investidores; e de Orlando José Ferreira Neto, na qualidade de Diretor Vice-Presidente para o Mercado de Defesa, da Embraer S.A., pelo descumprimento do art. 154 da Lei nº 6.404/1976.

Diretor Relator:

Pablo Renteria

Relatório

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) para apurar a responsabilidade de Luiz Carlos Siqueira Aguiar (“Luiz Aguiar”), na qualidade de Diretor Vice-Presidente para o Mercado de Defesa entre 1.4.2006 e 1.1.2009, e de Diretor Vice-Presidente Financeiro e de Relações com Investidores eleito em 12.12.2008,⁶³ bem como de (ii) Orlando José Ferreira Neto (“Orlando Ferreira Neto”), na qualidade de Diretor Vice-Presidente para o Mercado de Defesa, com mandato iniciado em 1.1.2009, da Embraer S.A. (“Embraer” ou “Companhia”), pelo descumprimento do art. 154 da Lei nº 6.404/1976.⁶⁴

2. Este processo sancionador tem origem no Processo CVM nº RJ2014/11945, que teve por objetivo apurar os fatos relatados na denúncia apresentada pelo Ministério Público Federal (“MPF”) envolvendo a prática de corrupção ativa em transação comercial internacional por funcionários e administradores da Embraer.

II. FATOS

3. Em 8.8.2014, o MPF propôs ação penal pública incondicionada contra 8 (oito) em-

⁶³ Tendo tomado posse em 1.1.2009.

⁶⁴ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

§ 2º É vedado ao administrador:

- a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
- b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;
- c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

§ 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

pregados e administradores da Companhia devido ao suposto pagamento de, aproximadamente, U\$S 3.520.000,00 (três milhões, quinhentos e vinte mil dólares) de “propina” a C.P.N. (“Cel. P.”), Coronel da Força Aérea Dominicana e, ao tempo dos fatos, Diretor de Projetos Especiais do Ministério das Forças Armadas Dominicanas, a fim de que o Cel. P. viabilizasse a aquisição, pela República Dominicana, de oito aeronaves militares Super Tucano da Embraer no valor total de U\$S 92.000.000,00 (noventa e dois milhões de dólares) (“Transação”).

4. Em 25.8.2014, a denúncia foi recebida pelo Exmo. Juízo da 7ª Vara Criminal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro, tendo sido deferido o pedido do MPF no sentido de comunicar à CVM os fatos apurados para que esta autarquia tomasse as providências necessárias nos limites de sua competência.

5. Nesse sentido, foi encaminhado à CVM, pela Procuradoria da República do Estado do Rio de Janeiro, o Ofício PR/RJ/GAB/TPF/12442/2014 (fls. 5-9), de 26.9.2014, o qual apresentava, entre outros documentos, cópia da denúncia que iniciou a ação penal nº 2014.51.01.002500-3 (“Ação Penal”) e da decisão proferida pelo MM. Juízo da 7ª Vara Federal Criminal da Sede da Seção Judiciária do Estado do Rio de Janeiro que recebeu a referida denúncia.

6. Tal ofício, juntamente com os documentos a ele anexos, foi, então, encaminhado à SEP pela Procuradoria Federal Especializada (“PFE”) por meio do MEMO Nº 058/2014/PFE-CVM/PGF/AGU em 13.10.2014 (fls. 1-4).

7. Por sua vez, em 17.10.2014, a SEP enviou à Embraer o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/ Nº 0321/14 (fl. 78), requerendo informações sobre: (i) quais administradores da Companhia haviam tomado conhecimento dos fatos investigados pelo MPF, e quando isso ocorreu; (ii) as qualificações completas dos administradores da Embraer, inclusive os períodos em que exerceram suas funções à época da efetivação dos supostos pagamentos indevidos e em que se tomou conhecimento da ocorrência desses pagamentos; (iii) quais providências foram tomadas em relação às pessoas que deram causa aos supostos pagamentos indevidos, bem como para corrigir eventuais efeitos contábeis e fiscais desses pagamentos; e (iv) resultado da investigação interna citada nos Comunicados ao Mercado datados de 4.11.2011 e 30.9.2014, bem como de outros trabalhos investigativos conduzidos ou contratados pela Companhia tratando de assunto correlato.

8. Em 27.10.2014, a Embraer apresentou a relação dos administradores e dos respectivos períodos em que exerceram suas funções (fls. 89-111).

9. Informou, ainda, que:

- (i) os administradores tomaram conhecimento das possíveis irregularidades em 1.9.2010, com o recebimento de uma intimação da *U.S Securities and Exchange Commission*;

-
- (ii) *a medida tomada foi a instauração de investigação interna independente liderada por escritórios de advocacia (Baker & McKenzie e Trech, Rossi e Watanabe, em conjunto “Escritórios de Advocacia”);*
 - (iii) *houve realocação de funções e desligamento de determinadas pessoas para que fosse assegurada a ausência de prejuízo ao andamento das investigações;*
 - (iv) *foram realizadas reuniões de reporte entre a administração da Companhia e os Escritórios de Advocacia nos dias 5.8.2011, 7.12.2011, 23.1.2012 e 26.4.2012; e*
 - (v) *ainda estava avaliando, mas, até o momento, entendia “não haver ação corretiva a ser adotada com base nas normas contábeis aplicáveis” tanto com relação à Transação quanto com relação aos supostos pagamentos impróprios (fl. 87).*

10. Por fim, a Companhia destacou que a investigação interna havia apontado uma atuação do Cel. P. como ponto de contato principal do governo dominicano, representando-o para os fins da Transação. Segundo a Embraer, ele teria exigido da Companhia pagamentos no montante de US\$ 3.520.000,00 (três milhões, quinhentos e vinte mil dólares), relativos a serviços prestados no contexto da Transação.

11. Contudo, ainda segundo a Companhia, a investigação não teria fornecido informações conclusivas a respeito da natureza dos serviços prestados à Embraer, tampouco de sua efetiva prestação. A investigação interna não logrou, tampouco, identificar os beneficiários finais de tais pagamentos.

12. Em 6.11.2014, por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº367/14 (fl. 117) foram solicitadas cópias (i) do relatório final produzido pela investigação interna, acompanhado dos documentos em que se fundamentam; e (ii) do material apresentado pelos Escritórios de Advocacia citados na correspondência da Companhia.

13. Em 14.11.2014, a Embraer apresentou resposta ao ofício (fls. 122-126). A respeito da cópia do relatório, a Companhia informou que não havia relatório final sobre a investigação interna e que os documentos de suporte não estavam sob a sua posse, mas com os Escritórios de Advocacia. Além disso, esclareceu que as discussões entre os Escritórios de Advocacia e a administração foram orais e, portanto, não havia nenhum material escrito relacionado às reuniões.

14. Em 8.12.2014, a Companhia protocolou correspondência na CVM com pedido de tratamento confidencial, o qual foi deferido, anexando cópia das mensagens eletrônicas e documentos mais relevantes a respeito da Transação que subsidiaram as conclusões da investigação interna (fls. 138-392).

15. Como nem todos os denunciados pelo MPF na Ação Penal integravam a administração estatutária da Companhia, a SEP enviou, apenas aos que dela faziam parte, ofícios solicitando manifestação acerca de sua participação no processo para a efetivação dos supostos pagamentos irregulares a representantes da República Dominicana visando à concretização da Transação (fls. 396-401).

16. Nesse sentido, foram enviados tais ofícios, nos termos do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, aos seguintes administradores à época dos fatos:

- a) Luiz Carlos Siqueira Aguiar, Diretor Vice-Presidente para o Mercado de Defesa entre 23.4.2007 e 1.1.2009 e Diretor Vice-Presidente Executivo Financeiro e de Relações com Investidores, cujo mandato se iniciou em 1.1.2009;
- b) Orlando José Ferreira Neto, Diretor Vice-Presidente para o Mercado de Defesa cujo mandato se iniciou em 1.1.2009; e
- c) F.R.65, diretor eleito em 23.4.2007 e reeleito em 29.4.2009.

17. Em 13.1.2015, Luiz Aguiar apresentou manifestação (fl. 417), na qual alegou, primeiramente, que o contrato comercial referente à Transação foi celebrado durante o período em que exerceu o cargo de Diretor Vice-Presidente Executivo para o Mercado de Defesa e que não houve qualquer pagamento realizado a empresas ou indivíduos da República Dominicana, já que *“a venda foi realizada sem a necessidade de representante comercial”*.

18. Acrescentou que, desde que começou a exercer o cargo de Diretor Vice-Presidente Executivo Financeiro e de Relações com o Mercado, não teve conhecimento nem participação no processo de pagamento à empresa ou a indivíduo do referido país.

19. Adicionalmente, ressaltou que, durante sua atuação na administração da Embraer, ajudou a implementar melhores práticas de controles internos na Companhia.

20. Informou, ainda, que somente tomou conhecimento da Ação Penal por meio da mídia, pois não havia sido intimado. Por fim, solicitou o comparecimento pessoal à CVM para prestar esclarecimentos sobre o assunto.⁶⁵

21. Em 21.1.2015, foram protocoladas as respostas dos Srs. Orlando Ferreira Neto e F.R.

22. Orlando Ferreira Neto esclareceu, em sua manifestação (fls. 420-421), que a venda

⁶⁵ Tendo em vista que, ao final, o Sr. F.R. não foi acusado no âmbito deste Processo, optou-se por referir a ele apenas por meio de suas iniciais.

⁶⁶ Por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 010/15 (fl. 418), a SEP informou ser desnecessário o comparecimento pessoal do Sr. Luiz Aguiar, ressaltando, contudo, que caso fosse do seu interesse, era facultada a solicitação de Audiência a Particulares por meio da página da CVM na rede mundial de computadores.

das aeronaves ao governo da República Dominicana ocorreu em 2008, tendo sido concluída antes de sua posse como Vice-Presidente Executivo para o Mercado de Defesa e Governo da Embraer em 2009. Dessa forma, alegou que não teve qualquer participação na Transação, tendo atuado sempre de forma diligente e no interesse da Companhia.

23. F.R., em sua manifestação (fls. 430-435), argumentou, inicialmente, que não praticou qualquer ato com o propósito de viabilizar a realização de pagamentos irregulares a representantes da República Dominicana no contexto da Transação.

24. Destacou, ainda, que o Ministério Público concluiu a investigação criminal sem oferecer denúncia contra ele.

25. Em seguida, descreveu a estrutura organizacional da Embraer, pontuando ser extremamente ramificada, de modo que cada negócio era conduzido por uma área responsável. Explicou que a Companhia possui um sistema de atribuição de competências, de sorte que, por meio de delegações e controles, cada setor desempenha uma função. Nesse sentido, como Diretor Vice-Presidente Jurídico da Embraer, não possuía competência - tampouco sua equipe - para avaliar ou negociar as vendas de aeronaves, cujo processo iniciava-se com o setor de prospecção, sendo, em seguida, conduzido pelo comercial.

26. Ao exercer o cargo que ocupava, F.R. negou ter concordado com ou autorizado a realização de qualquer pagamento irregular a representantes da República Dominicana. Assim, qualquer operação irregular que pudesse ter sido realizada, careceria de seu consentimento.

III. ANÁLISE DA SEP

27. Ao analisar o teor dos documentos e mensagens eletrônicas⁶⁷ protocoladas em 8.12.2014 pela Embraer (fls. 200-392), a área técnica concluiu ter restado configurado o pagamento indevido do montante de US\$ 3.520.000,00 (três milhões, quinhentos e vinte mil dólares), a título de “consultoria” e “comissão”, por intermédio da Embraer Representations LLC (“Embraer LLC” ou “ERL”), subsidiária norte-americana da Embraer.

28. De acordo com a SEP, considerando o que a Embraer pôde apurar em sua investigação interna, foi possível constatar ter sido o Cel. P. quem exigiu o referido pagamento indevido, indicando três empresas sediadas na República Dominicana para receber tal montante, a saber:

⁶⁷ O conteúdo das mensagens eletrônicas demonstra a discussão entre os envolvidos na operação para viabilizar o pagamento do montante ao governo da República Dominicana.

Empresas	Pagamentos (US\$ mil)
Ferroboc	2.500
Magycorp	920
4D Business Group S.A.	100
Total	3.520

29. A respeito da participação do Cel. P. no processo de negociação e pagamento da suposta vantagem indevida, a SEP reproduziu as mensagens eletrônicas que o envolviam (fls. 508-513).

30. Ao analisar o teor das mensagens, verificou que o Cel. P. haveria pressionado empregados da Embraer para receber vantagens indevidas e que, em determinado momento, o Sr. E.S. (“E.S.”), representante da Globaltix, empresa sediada no Uruguai, passou a servir de intermediário entre a Embraer e a República Dominicana incumbindo-se da tarefa de viabilizar o pagamento do montante prometido (fls. 316317) - *“embora travestido de prestação de serviço de prospecção de venda de aviões para a Jordânia, país com o qual a Embraer efetivamente estava em negociação”* (fl. 472).

31. Inicialmente, em 24.4.2009, foi realizado, pela Embraer LLC, pagamento no valor de US\$ 100.000,00 (cem mil dólares) à 4D Business Group S.A. (“4D”), a título de consultoria, conforme combinado nas mensagens eletrônicas trazidas aos autos.

32. Contudo, os valores previstos para as 2 (duas) outras empresas não foram pagos em razão de entraves originados dos controles internos da Companhia, em especial a impossibilidade de realização de contratos de agenciamento na venda de aviões para a República Dominicana após a Transação ter sido efetivada.

33. Para solucionar esse entrave, vislumbrou-se a possibilidade de a Companhia, por meio da Embraer LLC, celebrar um contrato de agenciamento com a empresa Globaltix, para a prestação de serviços desta no âmbito da venda de aviões para a Jordânia.

34. Ao analisar as mensagens eletrônicas (fls. 516-520), a SEP verificou que funcionários da Embraer responsáveis pelos controles internos assinalaram a inconveniência de contratar a Globaltix como representante de vendas, uma vez que havia pessoas de reputação incerta - com envolvimento em crimes diversos - no quadro societário da Globaltix.

35. Após alterações no contrato social da Globaltix, foi autorizada a sua contratação por meio de formulário denominado “Contratação de Representante Comercial” (fl.

344), de 12.3.2010.

36. Foi celebrado, ainda, contrato de representação intitulado “Authorization to Promote Sales of Embraer Aircraft” (“ATPS”) (fls. 345-346), de modo a formalizar a contratação dessa empresa. Em anexo, constava um documento denominado “Supplementary Provisions to our Reference Letter VPDx/10”, que previa os seguintes pagamentos à Globaltix a título de comissão:

- (i) 8% sobre o preço de alienação de aeronaves;
- (ii) 8% sobre o preço de sobressalentes, equipamentos adicionais e serviços contratados juntamente com as aeronaves;
- (iii) montante fixo no valor de US\$ 2,5 milhões a serem pagos 30 (trinta) dias após a Globaltix assinar e devolver o referido documento; e
- (iv) montante fixo no valor de US\$ 920 mil a serem pagos 60 (sessenta) dias após a Globaltix assinar e devolver o referido documento.

37. Segundo a área técnica, as mensagens eletrônicas demonstravam que o restante do pagamento prometido ao Cel. P. estaria embutido no referido contrato relacionado à Jordânia e seria recebido por intermédio da Globaltix, representada por E.S.

38. Da análise das mensagens eletrônicas (fls. 521-523), a SEP verificou que (i) os valores fixos pagos à Globaltix, de US\$ 2.500.000,00 (dois milhões e quinhentos mil dólares) e US\$ 920.000,00 (novecentos e vinte mil dólares) correspondiam aos montantes indicados pelo Cel. P. para o pagamento às empresas Ferroboc e Magycorp; e (ii) tais valores haviam sido pagos em 24.5.2010 e 22.6.2010, a despeito de a Embraer não ter realizado vendas para a Jordânia.

39. Chamou atenção, ainda, que algumas das mensagens eletrônicas analisadas - como abaixo reproduzido a título exemplificativo - referiam-se aos pagamentos a serem realizados à Globaltix relacionando-os com a República Dominicana, a despeito de a contratação da Globaltix envolver a prestação de serviços dessa empresa para a prospecção de vendas na Jordânia.

“22/04/2010 15:42 De: F.

Para: R.S.

Cc: B.J.

Assunto: COMISSÃO DE AGENTE - EXTRAORDINÁRIA

Temos uma programação extraordinária de pagamento de comissão como segue. Favor verificar e informar se é possível fazer dentro dos prazos abaixo:

Agente: GLOBALTIX (E.S.)

Referente: Débito contra Super-Tucanos República Dominicana

Valor 1: US\$ 2,500,000.00 - Vencimento 22/05/2010

Valor 2: US\$ 920,000.00 - Vencimento 22/06/2010

Via ERL”

III.1) ATUAÇÃO DOS DIRETORES

40. Em relação à atuação dos diretores da Companhia, a área técnica apontou que a operação de viabilização dos pagamentos indevidos teve início em 2008, quando Luiz Aguiar exercia o cargo de Diretor Vice-Presidente para o Mercado de Defesa, tendo discutido o assunto com diretores e funcionários da Embraer a ele subordinados ou não.

41. Referido diretor assinou, ainda, o *“Authorization to Promote Sales of Embraer Aircraft”* e o *“Supplementary Provisions to our Reference Letter”* (fls. 347-359) em 12.3.2010, permitindo a contratação e o pagamento à Globaltix.

42. Já Orlando Ferreira Neto, sucessor de Luiz Aguiar no cargo de Diretor Vice-Presidente para o Mercado de Defesa a partir de 1.1.2009, deu continuidade à operação para viabilizar os pagamentos. De acordo com a área técnica, após análise do teor das mensagens constantes dos autos, Orlando Ferreira Neto havia discutido o assunto com diretores e funcionários da Embraer, fornecendo informações sobre como dissimular o pagamento (fls. 526-534).

43. O diretor foi responsável por firmar, ainda, o formulário “Contratação de Representação Comercial”, um dos documentos que viabilizou a contratação e os pagamentos à Globaltix.

44. Por fim, F.R. assinou, em conjunto com Orlando Ferreira Neto, o formulário “Contratação de Representação Comercial”, bem como o *“Authorization to Promote Sales of Embraer Aircraft”* em conjunto com Luiz Aguiar, permitindo a contratação e o pagamento à Globaltix.

DEPOIMENTOS DE EMPREGADOS DA EMBRAER

45. Alguns empregados da Embraer, responsáveis por contratos e/ou pagamentos informaram, em seus depoimentos no âmbito da Ação Penal, desconhecer as atuações das empresas 4D, Ferrobok, Magycorp e Globaltix (fls.437-448). Acrescentaram, ainda, que o pagamento de comissão de representação - como ocorreu no contrato com a Globaltix - antes da concretização de venda não é usual na Companhia.

46. O Sr. R.M.B., coordenador de contratos referentes a governos na área militar, em seu depoimento (fls. 437-438), confirmou a atuação do Cel. P. na operação entre a Companhia e a República Dominicana. Confirmou também que o Cel. P. teria pressionado a realização do pagamento de US\$ 100.000,00 (cem mil dólares) realizado pela Embraer à empresa 4D, ameaçando a retenção dos passaportes de funcionários da Companhia que estavam na República Dominicana enquanto o valor não fosse pago.

CONDUTA INDIVIDUALIZADA DOS ADMINISTRADORES DA EMBRAER

47. Analisando a conduta de Luiz Aguiar, além de constatar a assinatura dos documentos que viabilizavam a contratação e o pagamento à Globaltix⁶⁸, a SEP concluiu, mediante análise das mensagens eletrônicas acostadas aos autos, que o acusado participou da operação para viabilizar o pagamento de “vantagem indevida” ao Cel. P.

48. Verificou que, mesmo após sua saída do cargo de Diretor Vice-Presidente para o Mercado de Defesa, há menção de que Luiz Aguiar não teria gostado da contratação de E.S. para receber parte dos valores prometidos pelo Cel. P.

49. A respeito de Orlando Ferreira Neto, não restaram dúvidas para a área técnica, mediante a análise das mensagens eletrônicas acostadas aos autos, quanto à sua participação ativa nos pagamentos realizados à 4D e à Globaltix. Conforme a SEP, ele ainda contribuiu para a consecução de atos irregulares ao assinar a “Contratação de Representante Comercial”.

50. De acordo com a área técnica, ao assim agirem, Luiz Aguiar e Orlando Ferreira Neto “deixaram de atuar de modo a buscar ‘lograr os fins e no interesse da companhia’, com o agravante de exporem a Embraer a riscos de natureza diversa e com repercussão nos negócios da Companhia, como, por exemplo (i) o de imagem [...] e (ii) o de sofrer processo administrativo e judicial em razão da violação de normas legais, com todos os custos inerentes a uma eventual responsabilização”.

51. Por fim, em relação a F.R., após análise da PFE, a SEP reconheceu que não foi possível comprovar de forma inequívoca sua atuação na viabilização do pagamento a Cel. P. Dessa forma, entendeu necessária a abertura de processo específico e apartado

68 Os documentos são: “Contratação de Representante Comercial” (fl. 344), “Authorization to Promote Sales of Embraer Aircraft” (fls. 345-346) e “Supplementary Provisions to our Reference Letter VPD- 00X/10” (fls. 347-359).

para apurar a sua responsabilidade.

IV. ACUSAÇÃO

52. Diante dos fatos acima apurados, a SEP apresentou, em 13.7.2015, versão final do Termo de Acusação (fls. 500-542) em face de:

(i) Luiz Carlos Siqueira Aguiar, na qualidade de Diretor Vice-presidente para o Mercado de Defesa entre 23.4.2007 e 1.1.2009, bem como de Diretor Vice-Presidente Financeiro e de Relações com Investidores cujo mandato se iniciou em 1.1.2009, por descumprir o art. 154 da Lei nº 6.404/1976, ao praticar atos objetivando viabilizar o pagamento ao Cel. P. de vantagem indevida relacionada à venda de aeronaves à Força Aérea da República Dominicana; e

(ii) Orlando José Ferreira Neto, na qualidade de Diretor Vice-Presidente para o Mercado de Defesa cujo mandato se iniciou em 1.1.2009, da Embraer, por descumprir o art. 154 da Lei nº 6.404/1976 ao praticar atos objetivando viabilizar o pagamento ao Cel. P. de vantagem indevida relacionada à venda de aeronaves à Força Aérea da República Dominicana.

V. MANIFESTAÇÃO DA PFE

53. Em 6.4.2015, a PFE apresentou o PARECER n. 00017/2015/GJU-4/PFE- CVM/ PGF/AGU (fls. 495-497), por meio do qual manifestou seu entendimento no sentido de que os requisitos formais arrolados no art. 6º da Deliberação CVM nº 538/2008⁶⁹ teriam sido atendidos, assim como as diligências previstas pelo art. 11 da mesma Deliberação⁷⁰. De acordo com o parecer, a obtenção da manifestação prévia de que trata o dispositivo teria sido formalmente efetuada.

54. Ao analisar a conduta dos acusados, a PFE concluiu que eles praticaram atos ilegais, ao se desviarem de suas atribuições, pois não observaram os fins e o interesse da Companhia. Dessa forma, sustentou que havia sido violado um princípio essencial, que é o da prevalência do interesse social.

55. A PFE entendeu, ainda, que os diretores, além de sujeitarem a Companhia a riscos de natureza diversa, como o de imagem tendo em vista a divulgação da denúncia de

69 “Art. 6º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar:

I - nome e qualificação dos acusados;

II - narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas;

III - análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas;

IV - os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; e

V - proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso.”

70 “Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.

Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado:

I - tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou

II - tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça”.

corrupção pela mídia e o de sofrer processo administrativo e judicial, causaram repercussão negativa aos negócios da empresa.

56. Em análise dos documentos que subsidiam a peça acusatória, a PFE concluiu que os acusados Luiz Aguiar e Orlando Ferreira Neto tiveram efetiva participação no pagamento de vantagem indevida ao governo da República Dominicana. Dessa forma, propôs a imputação da violação ao art. 154, da Lei nº 6.404/1976, diferentemente do que a SEP originalmente havia entendido no primeiro Termo de Acusação (fls. 460493), em que imputou aos acusados a infração ao art. 153 da mesma lei.⁷¹

57. A respeito da conduta de F.R., diretor à época dos fatos, a PFE não identificou, nas mensagens eletrônicas destacadas pela acusação, sua participação efetiva nas tratativas que permearam o pagamento de vantagem indevida ao Cel. Piccini.

58. No entanto, por ser um dos signatários do “Contrato de Representante Comercial”, o qual apresentava inconsistências relacionadas ao pagamento de comissão de representação e, conseqüentemente, exigia uma investigação mais minuciosa, a PFE entendeu que F.R. incorreu na violação ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976 ao faltar com diligência na análise e assinatura do contrato.

59. Em 1.7.2015, em nova manifestação,⁷² a PFE opinou pelo retorno dos autos à SEP, para que, concordando com as sugestões formuladas, procedesse à revisão do Termo de Acusação, bem como sugeriu o aprofundamento das investigações relacionadas à atuação de F.R., em autos apartados.

VI. DEFESAS

VI.1. DEFESA DE LUIZ CARLOS SIQUEIRA AGUIAR

60. Luiz Aguiar apresentou sua defesa em 5.10.2015, nos termos a seguir sintetizados (fls. 569-600).

a) A ausência de elementos que comprovem o conhecimento da natureza ilícita da operação

61. O acusado alegou, primeiramente, que não figurava dentre as pessoas físicas vinculadas à Embraer denunciadas na Ação Penal pelo MPF, que deu origem ao presente processo.⁷³

71 “Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”

72 DESPACHO n. 00221/2015/PFE-CVM/PFE-CVM/PGF/AGU (fl. 498).

73 Constatou-se, contudo, em consulta ao site da Justiça Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro que o MPF aditou a denúncia para incluir Luiz Aguiar como réu na Ação Penal, a qual foi recebida pelo Exmo. Juiz em despacho de 29.8.2016.

62. A seu ver, a acusação contra ele formulada não mereceria prosperar, pois os elementos que supostamente comprovariam a sua participação resumiam-se a 4 (quatro) e-mails e 2 (duas) assinaturas. Segundo a defesa, nenhum desses documentos evidenciaria que o defendente estava ciente das irregularidades em questão.

63. Antes de analisar o conteúdo dos e-mails, o acusado esclareceu que ocupou o cargo de Presidente do Conselho de Administração da Embraer nos anos de 2004 e 2005; exerceu o cargo de Vice-Presidente Executivo para o Mercado de Defesa e Governo entre 2006 e 2008; entre 2009 e 2010, o de Vice-Presidente Executivo Financeiro e de Relação com Investidores; foi promovido ao cargo de Vice-Presidente Executivo da Divisão de Defesa em Segurança entre 2011 e 2013; e saiu da Companhia em 2014.

64. Embora as negociações referentes à Transação tenham ocorrido no período em que era Vice-Presidente Executivo para o Mercado de Defesa e Governo, argumentou que não era responsável pela operação, visto que se tratava de uma negociação de menor valor - e, portanto, ficava a cargo da área comercial da divisão de defesa da Companhia.

65. Os e-mails tratavam, resumidamente, da assinatura do contrato de compra e venda das aeronaves pela Força Aérea da República Dominicana, bem como da iminência da aprovação pelo Senado daquele país do contrato de financiamento com o BNDES para viabilizar a referida aquisição. Quando a aprovação pelo Senado estava prestes a se confirmar, o acusado foi procurado para encontrar uma solução para o contrato de representação comercial,⁷⁴ que ainda não havia sido firmado.

66. De acordo com a defesa, ele teria sido procurado em razão da recomendação emitida pelo setor jurídico, no ano anterior, no sentido de se evitar a contratação de representantes após o fechamento das operações de venda de aeronaves.

67. Ao ser procurado, no entanto, o acusado, que exercia o cargo de Vice-Presidente para o Mercado de Governo e Defesa, alegou que sempre foi contra a contratação de representante comercial para a República Dominicana por entender que ela não seria necessária, já que o negócio principal já havia sido fechado. A esse respeito, sustentou, ainda, que as mensagens eletrônicas destacadas pela acusação não comprovaram que o defendente tinha conhecimento de que o contrato de representação seria utilizado para pagar quantia indevida ao Cel. P.

68. No último e-mail utilizado pela SEP (fl. 525), foi mencionada uma conversa com o acusado, em que este teria se oposto à sugestão de contratação do Sr. E.S. para receber parte dos valores prometidos ao Cel. P..

69. Sobre esse documento, a defesa sustentou que ele não deveria ter sido apontado

74. "Contratação de Representante Comercial" (fl. 344).

como elemento de prova pela acusação, uma vez que o remetente do e-mail descreve uma conversa na qual ele próprio não estava presente. Dessa forma, segundo a defesa, o remetente não poderia garantir ser verdadeiro aquilo que escreveu sobre o acusado.

70. Além disso, a defesa enfatizou que essa mensagem em nada comprovaria a participação ativa do defendente ou seu conhecimento acerca das supostas irregularidades cometidas no âmbito da operação. No seu entendimento, a única inferência que poderia ser feita a partir do seu conteúdo é que o acusado foi contra a contratação de E.S.

71. A respeito dos três documentos trazidos pela SEP, “Contratação de Representante Comercial”, “Authorization to Promote Sales of Embraer Aircraft” e “Supplementary Provisions to our Reference Letter VPD 00x/10”, a defesa afirmou que apenas os dois últimos foram assinados pelo acusado, na qualidade de Vice-Presidente Financeiro.

72. Os documentos assinados pelo acusado tratavam da autorização de vendas das aeronaves à empresa Globaltix. Nesse ponto, a defesa lembrou que, de acordo com as investigações conduzidas pelo MPF, houve dificuldades para viabilizar o pagamento às empresas Ferroboc e Magycorp tendo em vista a atuação dos controles internos da Companhia. Dessa forma, a solução foi inserir os valores que seriam pagos a essas empresas no âmbito de um contrato de representação comercial para a Jordânia, por meio da Globaltix.

73. Para a defesa, no entanto, o simples fato de ter assinado os documentos não levaria à conclusão de que o acusado tinha conhecimento de qualquer ilicitude na operação. Acrescentou, ainda, que somente garantiu sua assinatura após verificar que todos os setores da Companhia,⁷⁵ responsáveis pela aprovação, o teriam feito.

74. Ademais, a defesa enfatizou que a responsabilidade do acusado, como Vice Presidente Financeiro e de Relação com Investidores, era apenas a de checar se todos os aspectos necessários à contratação do representante haviam sido preenchidos adequadamente. Nesse sentido, concluiu que não era competência sua escolher as prestadoras de serviços ou examinar as condições pactuadas.

75. Em seguida, sustentou que não havia nenhum aspecto anormal que pudesse levá-lo a suspeitar da ocorrência de irregularidades, tendo em vista que todos os setores responsáveis haviam assinado os documentos e também porque - em razão do tempo em que ocupou o cargo na área de defesa - estava ciente de que a Jordânia constituía um mercado em potencial para a Companhia.

76. De acordo com a defesa, o acusado reconhecia a necessidade da contratação de

⁷⁵ “Eram necessárias as assinaturas do Diretor da Área Solicitante, do Responsável pela Administração Financeira, do Vice-Presidente da Área Solicitante, bem como do Vice-Presidente Jurídico para, somente então, submeter-se a contratação ao Vice-Presidente Financeiro” (fl. 585).

representantes na Jordânia, em razão das dificuldades culturais existentes e da forte concorrência com produtos estrangeiros na região.

77. Somado a isso, a defesa lembrou que a Globaltix já havia sido contratada em outras ocasiões pelo segmento de defesa da Embraer para atuar no México, na Colômbia e no Chile. Com isso, defendeu que esse fato reforçava o caráter natural da contratação.

78. Por todo o exposto, concluiu, nesse ponto, que o acusado atuou com diligência ao examinar os requisitos e procedimentos necessários à assinatura dos documentos; e de boa-fé, na medida em que não havia elementos que o fizessem suspeitar de nenhuma irregularidade.

79. Acrescentou, ainda, que as manifestações da PFE e da SEP vieram na contramão do entendimento do MPF que optou por não denunciar Luiz Aguiar no âmbito da Ação Penal.⁷⁶

b) O cumprimento do artigo 154 da Lei das S.A. e a, presença de contraindícios em favor do defendente

80. Ao analisar o art. 154 da Lei nº 6.404/1976, a defesa observou que o “dispositivo subordinou o exercício das atividades do administrador não apenas aos interesses da sociedade, mas também da coletividade, já que impõe uma atuação dos administradores visando a atender as exigências do bem público e da função social da empresa”. (fl. 588). Para ela, portanto, o acusado atuou de forma diligente, visando a atender aos fins e aos interesses da Companhia, pois observou as exigências do bem público e sua função social.

81. Em seguida, lembrou que, entre 2006 e 2007, o acusado havia participado de reuniões com comitivas oriundas da República Dominicana, quando o negócio ainda estava sendo discutido, mas, em razão de ser uma transação “de menor valor”, não havia sido por ele conduzida.

82. Acrescentou que havia sido procurado para tratar do contrato de representação comercial para a República Dominicana, quando o contrato de financiamento que viabilizaria a operação estava prestes a ser fechado. Ao ser consultado, manifestou-se de forma contrária, pois entendeu que não era necessária a contratação de representante comercial naquele momento.

83. Segundo a defesa, independentemente disso, Luiz Aguiar não tinha conhecimento de que o negócio se destinaria ao pagamento de vantagens indevidas.

84. Ademais, ressaltou que o primeiro pagamento realizado ocorreu em 24.4.2009,

76 Vide nota de rodapé nº 11

quando o acusado já havia assumido novo cargo. Dessa forma, a transferência não precisou passar pelo seu crivo. Caso tal pagamento tivesse sido efetuado em 2008, ele necessariamente teria passado pelo seu conhecimento, na qualidade de Vice-Presidente para o Mercado de Governo e Defesa.

85. Por outro lado, caso se tratasse de uma transferência de valor mais elevado, seria necessária a sua autorização, na qualidade de Vice-Presidente Financeiro. Contudo, como o pagamento da primeira parcela envolvia um valor baixo, a autorização da transferência ficou sob competência do setor de defesa.

86. Em relação à segunda etapa da operação, que se deu mediante a contratação de representante comercial para uma campanha de vendas na Jordânia, a defesa lembrou que nas únicas 2 (duas) oportunidades em que o acusado praticou alguma conduta com relação à operação, atuou de forma diligente e atuou no interesse da Companhia.

87. Primeiramente porque, quando ainda exercia o cargo de Vice-Presidente para o Mercado de Governo e Defesa, foi contra a contratação de representantes comerciais para atuar na República Dominicana, visto que entendia não ser necessário naquele caso específico.

88. Já na qualidade de Vice-Presidente Financeiro e de Relações com Investidores, somente assinou os documentos relacionados à contratação da Globaltix para atuar na Jordânia pois (i) sabia da necessidade de contar com um representante na Jordânia; (ii) os documentos já haviam sido assinados por todos os setores responsáveis; e (iii) a Globaltix já havia sido contratada em outros momentos para este tipo de serviço.

89. Nesse sentido, defendeu que os administradores de sociedades anônimas devem confiar nas informações fornecidas por outros funcionários da companhia. No seu entendimento, seria impossível exigir que eles, por mais diligentes que fossem, conferissem a veracidade de toda e qualquer informação levada ao seu conhecimento. Dessa forma, concluiu que os administradores não têm o dever de investigar as informações, a não ser diante de algum “sinal de alerta” que pode ser detectado por um administrador diligente.

90. Assim, a defesa concluiu que o acusado, além de ter confiado nos funcionários, confiou nos mecanismos de controles internos da Companhia, que, a seu ver, mostraram-se absolutamente eficientes.

91. A seu ver, uma série de procedimentos foram adotados com o fim de evitar que ele soubesse ou desconfiasse de eventuais ilicitudes, o que o impediu de tomar qualquer medida no sentido de estancá-las. Destacou, por fim, que dentre as 166 (cento e sessenta e seis) mensagens eletrônicas apenas foi remetente ou destinatário em 3 (três) delas.

c) O necessário sopesamento da prova indiciária e o princípio da presunção de inocência

92. A defesa apresentou o art. 239, do Código de Processo Penal, que traz a definição de indício:

“Art. 239 - Considera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”.

93. Sustentou, nesse sentido, que a prova indiciária somente é considerada suficiente para permitir a condenação quando há uma cadeia de indícios que relacione a atuação do acusado à infração praticada e quando não existem contraindícios que lancem dúvidas sobre a responsabilidade.

94. Para corroborar esse entendimento, apresentou dois precedentes da CVM, em que foi decidido que somente nas hipóteses em que os indícios sejam “convergentes e unívocos” poderá ser-lhes atribuído valor probatório suficiente para levar à condenação.⁷⁷

95. Dessa forma, a defesa entendeu que, embora os indícios possam indicar como possível a existência do fato delituoso e de sua autoria, esses elementos não são suficientes para autorizar a condenação na esfera administrativa caso não sejam “concatenados, convergentes, concludentes e não ilididos por contraindícios” (fl. 597).

96. Em análise do caso concreto, constatou que não há indícios “convergentes e unívocos” de que o acusado teria agido para viabilizar o pagamento de vantagem indevida ao Cel. P.. Para ela há, na verdade, diversos contraindícios que afastam as premissas de que ele sabia de qualquer negociação escusa.

97. Por fim, concluiu que a acusação em face de Luiz Aguiar deveria ser julgada improcedente, levando à absolvição do defendente, tendo em vista que a área técnica não logrou êxito em comprovar a efetiva participação do defendente nas ilicitudes apontadas, devendo prevalecer o princípio da presunção de inocência.

VI.2. DEFESA DE ORLANDO JOSÉ FERREIRA NETO

98. Orlando Ferreira Neto apresentou sua defesa em 1.10.2015, nos termos a seguir sintetizados (fls. 623-665).

⁷⁷ PAS n° 06/95, Rel. Norma Parente, j. em 5.5.2005 e PAS n° 22/94, Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 15.4.2004.

a) A imputação

99. Antes de analisar o mérito, a defesa teceu um breve resumo dos fatos, apontando que Orlando Ferreira Neto foi acusado por estar envolvido no pagamento de US\$100.000,00 (cem mil dólares) à empresa 4D, uma das três empresas indicadas para receber parte do montante do pagamento realizado ao Cel. P., bem como na contratação da Globaltix em 12.3.2010.

100. A respeito do suposto envolvimento no pagamento à empresa 4D, a defesa sustentou que tal acusação não deveria prosperar, pois o acusado apenas recebeu, de modo superficial, informações acerca do assunto, visto que - por estar dentro da alçada de aprovação de seus subordinados - não exigia sua aprovação.

101. Segundo as informações que recebeu, o pagamento do montante referia-se a serviços de consultoria prestados em campanha de venda de aeronaves concluída antes de sua gestão. O acusado, portanto, confiou nas informações que lhe foram prestadas.

102. Em relação à contratação da Globaltix, a defesa reconheceu que Orlando Ferreira Neto participou de sua aprovação, mas destacou que tal fato não permitiria a conclusão de que participou de qualquer esquema ilícito - tanto que outro investigado que também aprovou a celebração do referido contrato não havia sido ao final acusado neste processo.

103. Chamou atenção, ainda, para a velocidade com que a SEP concluiu seu trabalho investigativo. Ao mesmo tempo em que a CVM estava concluindo suas investigações em menos de um ano, a Comissão de Bolsas e Valores Mobiliários norte-americana (Securities and Exchange Commission, ou “SEC”) e o Departamento de Justiça dos Estados Unidos (Department of Justice, ou “DOJ”) estavam realizando seus trabalhos há pelo menos cinco anos.

104. Para a defesa, a diferença não se deu em razão de elementos probatórios que estariam disponíveis para a CVM, mas não o estariam para as demais autoridades. Reconheceu que a SEP fez requerimentos pedindo informações sobre a negociação, mas discordou da área técnica quanto à suficiência dos elementos que foram reunidos para subsidiar a acusação.

b) Preliminares

8. b.1) Investigações paralelas em outros países: tris in idem

105. Em razão de os Estados Unidos e a República Dominicana estarem apurando a prática de conduta criminosa analisada também na ação penal ajuizada pelo MPF, a defesa entendeu que não há como três países distintos se acharem no direito de realizar investigações paralelas, aplicando penalidades pelos mesmos fatos.

106. Adicionalmente, ressaltou que, no âmbito administrativo, a SEC também estaria investigando os mesmos fatos retratados no presente processo.

107. Nesse sentido, sugeriu a aplicação do art. 83 do Código de Processo Penal⁷⁸, a fim de tornar prevento o juízo dos Estados Unidos, onde se iniciou o procedimento de investigação antes deste processo administrativo.

9. b.2) Inépcia da peça acusatória e ausência de base legal - princípio da anterioridade do direito à ampla defesa

108. A defesa entendeu que o termo de acusação seria peça inepta, sob o argumento de que não indicaria de modo claro e fundamentado a forma pela qual o acusado teria violado o art. 154 da Lei nº 6.404/1976 - o que prejudicaria o exercício de seu direito de defesa.

109. Conforme a defesa, a imputação da conduta deveria ser devidamente descrita e comprovada e não genérica como foi feita pela SEP. Nas suas palavras: *“talvez por excesso de zelo, a SEP acabou por fazer presunções contra o Defendente e interpretar de maneira parcial elementos que lhes inspiraram dúvidas quanto ao comportamento do Defendente”* (fl. 631).

110. Nesse sentido, entendeu que a CVM, por ter competência para acusar e julgar, tem a responsabilidade ainda maior de garantir o devido processo legal e os direitos básicos da defesa a partir da indicação precisa da conduta imputada ao intimado.

111. Com fundamento no art. 295 da Lei nº 5.869/1973 (“CPC”)⁷⁹, em garantia ao princípio da ampla defesa, solicitou o arquivamento deste processo administrativo por inépcia da peça acusatória.

10. b.3) Da alegada (e presumida) prática de crime de corrupção

112. Ao analisar o presente processo, a defesa sustentou se tratar de um caso diferente dos demais julgados pela CVM. Tal diferença residiria no fato de que o suposto descumprimento do art. 154 da Lei das S.A. decorreria da prática do crime de corrupção. A esse respeito, destacou que, da forma como a acusação foi construída, qualquer condenação por esta autarquia implicaria também a condenação pela prática de

78 “Art. 83. Verificar-se-à a competência por prevenção toda vez que, concorrendo dois ou mais juízes igualmente ou com jurisdição cumulativa, um deles tiver antecedido aos outros na prática de alguém ato do processo ou de medida a este relativa, ainda que anterior ao oferecimento da denúncia ou da queixa”.

79 “Art. 295. A petição inicial será indeferida:

I - quando for inepta;

Parágrafo único. Considera-se inepta a petição inicial quando:

I - lhe faltar pedido ou causa de pedir;

II - da narração dos fatos não decorrer logicamente a conclusão;

III - o pedido for juridicamente impossível;

IV - contiver pedidos incompatíveis entre si.”

conduta tipificada no art. 337-B do Código Penal⁸⁰.

113. Por se tratar de delito penal, portanto, o juízo competente para analisar a conduta seria o juízo penal. Sustentou, com base na manifestação do MPF⁸¹ e da PFE⁸², que a configuração da ilicitude administrativa somente poderia ser apurada pela CVM após a decisão definitiva da ação penal em relação ao crime de corrupção.

114. Criticou, ademais, a atuação da SEP e da PFE ao tomarem “como verdadeiras as informações e acusações contidas na denúncia criminal, parecendo assumir uma decisão condenatória na Ação Penal”, em desrespeito ao inciso LVII do art. 5º da Constituição Federal⁸³.

11. b.4) Impossibilidade de produção de provas, indícios e contra-indícios

115. Quanto às mensagens eletrônicas apresentadas pela acusação como prova contra Orlando Ferreira Neto, a defesa alegou que em nenhuma delas há indicação do pagamento de propina à República Dominicana, nem mesmo que tal pagamento teria sido feito por intermédio da Globaltix e tampouco que o acusado tinha conhecimento da referida “dívida” da Companhia, conforme a SEP havia indicado.

116. Para a defesa, além de a SEP se satisfazer com uma quantidade reduzida de mensagens, ela não teria se esforçado para obter maiores esclarecimentos dos administradores e funcionários da Embraer acerca do ocorrido. Com isso, a acusação teria distorcido os fatos, dando a eles uma qualificação equivocada.

117. Ressaltou, ainda, que o defendente se encontraria em situação desfavorecida, visto que em 2011 desligou-se da Embraer e, portanto, não mais poderia recuperar as mensagens trocadas com outros funcionários da Companhia que pudessem evidenciar a lisura de sua conduta durante o período em análise.

118. Defendeu que os documentos apresentados pela SEP não deveriam ser tratados nem como indícios. Como fundamento deste argumento, apresentou a jurisprudência

80 “Art. 337-B. Prometer, oferecer ou dar, direta ou indiretamente, vantagem indevida a funcionário público estrangeiro, ou a terceira pessoa, para determiná-lo a praticar, omitir ou retardar ato de ofício relacionado à transação comercial internacional:

Pena - reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa.

Parágrafo único. A pena é aumentada de 1/3 (um terço), se, em razão da vantagem ou promessa, o funcionário público estrangeiro retarda ou omite o ato de ofício, ou o pratica infringindo dever funcional.”

81 Ofício PR/RJ/GAB/TPF/12442/2014, fls. 5-9.

82 Foi destacado o seguinte trecho do MEMO nº 058/2014/PFE-CVM/PGF/AGU, constante da fl. 4:

“Fazendo-se uma análise do tipo penal acima transcrito (suborno transnacional), de fato nos parece que, caso efetivamente constatada a participação de um daqueles agentes específicos, podemos estar diante, em tese, de infração aos deveres previstos nos artigos 153 a 155 da Lei nº 6.404/76.”

83 “Art. 5º. Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

[...]

LVII - ninguém será considerado culpado até o trânsito em julgado de sentença penal condenatória.”

ia da CVM, que é pacífica no sentido de que para que as provas indiciárias devem ser convergentes e múltiplas - caso contrário, não serão válidas para sustentar uma condenação⁸⁴

c) Breves considerações sobre a indústria de defesa e a área de defesa da Embraer

119. Antes de examinar os fatos narrados na acusação, a defesa teceu breves considerações sobre o mercado de defesa e a forma como o departamento de defesa na Embraer era estruturado à época em que o acusado atuou como Vice-Presidente para o Mercado de Defesa.

120. Em primeiro lugar, esclareceu que o mercado de defesa é complexo e peculiar, uma vez que: (i) os clientes finais são as forças militares de governos soberanos; (ii) os investimentos nessa área envolvem diversas discussões sobre soberania e segurança nacional, além de tratarem de montantes significativos que precisam estar previstos no orçamento; (iii) a negociação, embora varie de acordo com o regime de governo do potencial comprador, é usualmente complexa; (iv) o processo de venda de equipamentos normalmente vem acompanhado de acordos acessórios; e (v) as ações comerciais no setor de defesa abrangem a contratação de prestadores de serviços, tais como agentes, representantes, consultores, entre outros, - muitas vezes fundamentais na venda - por meio da qual a Companhia se engaja nas campanhas de venda de maneira eficiente sem incorrer em custos próprios elevados, sensíveis a ela.

121. Em seguida, frisou que as aeronaves produzidas pela Embraer utilizam diversos componentes produzidos em outros países. Como é de praxe, esses produtos são fornecidos à Companhia com a condição de que o usuário final seja aprovado pelo fornecedor original ou pelas autoridades da jurisdição onde está baseado. Dependendo da empresa, a aprovação pode ter grande complexidade e demandar tempo expressivo. Dessa forma, a defesa concluiu que as ações na área de defesa são demoradas, podendo levar anos.

122. Ao se tratar de um cenário dinâmico, em que os governos, orçamentos e prioridades mudam ao longo do tempo, a defesa alegou que a Embraer tende a priorizar acordos com os mercados que têm maiores chances de sucesso, concentrando seus esforços nos países em que os processos de compra estão evoluindo de forma mais consistente. Essa avaliação, portanto, precisa ser feita periodicamente.

123. A defesa lembrou ainda que em 2009 já havia a perspectiva de venda de 8 (oito) aeronaves Super Tucanos para a Jordânia. No entanto, a área de defesa da Companhia estava envolvida em projetos “*de extrema complexidade e de elevada relevância estra-*

84 “[A] existência de qualquer indício não é suficiente para ensejar a condenação. Há que diferenciar o indício da prova, eis que, de fato, o mero indício não autoriza a condenação, mas tão somente a prova indiciária, quando representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que ser provado.” (Processo Administrativo Sancionar nº 22/94, Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 15.4.2004).

tégica” (fl. 638), o que gerou dificuldade em cumprir com os cronogramas de seus contratos e problemas com alguns clientes.

124. Em razão disso, Orlando Ferreira Neto, ao assumir o cargo de Diretor Vice-Presidente Executivo para o Mercado de Defesa da Embraer buscou concentrar seus esforços na melhora dos prazos de entrega, na renegociação de contratos firmes e em uma maior aproximação com os altos representantes da Força Aérea Brasileira (“FAB”), da Marinha do Brasil e do Ministério de Defesa.

125. Nesse sentido, o acusado promoveu uma reestruturação na área de defesa da Embraer. Conforme a defesa, ele criou uma nova diretoria responsável por coordenar as gerências de venda⁸⁵. Com isso, a partir do primeiro trimestre de 2009, os gerentes de venda passaram a se reportar ao Diretor de Vendas⁸⁶ e não mais ao Vice-Presidente Executivo para o Mercado de Defesa.

126. Além disso, o acusado realizou uma alteração na administração dos representantes comerciais que assessoravam a área de defesa. O controle passou a ser feito pela Diretoria de Programas e Contratos e não mais pelas gerências de venda, pois o defendente entendia que a formalização dos contratos e acompanhamento dos serviços não deveria ser feito pela área que demanda o representante.⁸⁷

127. Por fim, implementou uma série de melhorias nos controles internos da área de defesa nos primeiros meses de 2009, dentre elas a exigência de que cada ação comercial fosse realizada com apenas um representante e que as relações com cada representante fossem formalizadas por meio de um único contrato, sendo sempre antecedidas de criteriosa análise da Diretoria Jurídica.

d) A verdade sobre os fatos narrados na acusação

128. Passadas as considerações a respeito da estrutura e funcionamento da área de defesa da Embraer, a defesa analisou os fatos apontados pela acusação.

129. Primeiramente, destacou que o acusado, embora tenha sido eleito em dezembro de 2008, somente tomou posse do cargo de Vice-Presidente Executivo para o Mercado de Defesa em janeiro de 2009. Antes disso, ele era Diretor Geral da subsidiária da Embraer para a região da Ásia-Pacífico desde 2007.

130. Em seguida, esclareceu que apenas tomou conhecimento da operação na Re-

⁸⁵ Antes da mudança, havia apenas três diretorias que cuidavam das áreas de engenharia, entregas e suporte ao cliente: Diretoria de Engenharia, Diretoria de Programas e Contratos e Diretoria de Suporte ao Cliente, enquanto que a área de vendas era coordenada pelo próprio Vice-Presidente Executivo para o Mercado de Defesa.

⁸⁶ Orlando José convidou o Sr. Acir Luiz de Almeida Padilha, que então trabalhava como Diretor Geral de Suporte Pós Venda na área de aviação comercial, para ocupar o cargo de Diretor de Vendas.

⁸⁷ Segundo a defesa, foi necessário, ainda, fortalecer a Gerência de Contratos, que passou a ser coordenada por Albert Close.

pública Dominicana em 9.12.2008, quando, ainda em Cingapura - antes da formalização de sua nova função na área de defesa -, recebeu uma mensagem eletrônica na qual era informado sobre o contrato de financiamento do BNDES para a venda dos Super Tucanos àquele país. De mudança para o Brasil, somente em fevereiro de 2009 assumiu efetivamente a coordenação da área de defesa, envolvendo-se na fase final de negociação de dois projetos com a Marinha do Brasil e com a Força Aérea Brasileira - os quais eram considerados prioritários pela Embraer naquele momento.

131. Nesse mesmo mês, o acusado foi mencionado nas mensagens referentes à operação com a República Dominicana, especificamente sobre o pagamento realizado à empresa 4D no valor de US\$ 100.000,00 (cem mil dólares). Para a defesa, nada naquelas mensagens levaria à conclusão de que Orlando Ferreira Neto estaria a par de qualquer “esquema”. Argumentou, ademais, que, tendo em vista seu valor pouco expressivo frente ao contrato firmado com a República Dominicana, tal pagamento não lhe gerou qualquer suspeita.

132. Além disso, entendeu que esse valor era mais condizente com a prestação de serviço do que com uma comissão de venda, que em geral era determinada com base no valor da venda. Tratando-se de ação comercial no setor de defesa, normalmente há contratação de consultores externos e prestadores de serviços. Assim, nas suas palavras: *“por tais motivos, não haveria razões para Orlando se opor às ações subsequentes e consequentes da área de vendas para a realização do pagamento à 4D Business”*. (fl. 643).

133. Acrescentou que o pagamento à referida empresa não dependia do envolvimento ou aprovação do acusado, estando dentro da alçada de seus subordinados.

134. Ainda sobre as mensagens, a defesa ressaltou que a do dia 18.2.2009 (fl. 218) faz referência às diretrizes dadas pelo acusado para aperfeiçoar os controles internos da Embraer, a fim de evitar problemas - o que não denotaria nenhuma ilicitude, mas ao contrário uma preocupação em melhorar a governança da Companhia.

135. Enfatizou que durante os meses seguintes, estão colacionadas nos autos uma extensa troca de mensagens sobre o referido pagamento, sem, contudo, envolver ou mencionar o acusado - que só é citado novamente sete meses depois, no final de setembro de 2009.

136. A defesa ressaltou que, nesse período, Orlando Ferreira Neto estava se dedicando a questões relevantes junto ao Governo Brasileiro, inclusive participando de feiras ao redor do mundo.

137. Também nesse período aparecem as mensagens referentes à contratação do Sr. E.S. para assessorar a Embraer nas ações comerciais da Jordânia. Nesse ponto, a defesa apresentou três justificativas para explicar a sua contratação: (i) ao longo de 2009, a Companhia percebeu ter cometido um erro estratégico na condução da campanha da

Jordânia⁸⁸; (ii) esperava-se que o papel desempenhado por E.S. na empresa israelense Elbit Systems, especializada em sistemas de informática e componentes eletroeletrônicos para a área de defesa, facilitasse a autorização para que os sistemas dessa empresa fossem utilizados nos Super Tucanos que eventualmente fossem vendidos para a Jordânia; (iii) as Forças Especiais da Jordânia estavam avaliando a aquisição de novas aeronaves, cujo projeto era bastante similar ao do Super Tucano. A entrada no mercado de uma aeronave concorrente era prejudicial à Embraer. Dessa forma, além de ter a função de estreitar as relações com autoridades na Jordânia, E.S. empreenderia seus esforços também para neutralizar o novo concorrente norte-americano.

138. Segundo a defesa, com o auxílio de E.S., a Companhia conseguiu estabelecer um diálogo com as Forças Especiais da Jordânia e evoluir nas tratativas com a Força Aérea daquele país, tendo tal campanha se intensificado a ponto de resultar em um pedido de proposta da Força Aérea da Jordânia no mês de dezembro.

139. Em seguida, destacou que durante o processo de formalização do contrato com a Globaltix, o acusado foi mencionado em e-mail enviado em 14.12.2009 (fl. 311). A mensagem revelava que a Embraer estava negociando a comissão devida a E.S., caso a venda das aeronaves para a Jordânia fosse efetivada. Nesse ponto, a defesa sustenta que Orlando Ferreira Neto procurou deixar essa negociação com seus subordinados responsáveis por tocar o negócio, mas E.S. vinha tentando cortar os intermediários e falar diretamente com Orlando Ferreira Neto - o que acabou por criar um desgaste.

140. No seu entendimento, a discussão a respeito do pagamento da comissão a E.S. derruba a tese da acusação de que a campanha para a Jordânia teria sido uma estratégia para acobertar os pagamentos indevidos à República Dominicana. Para ela, não faria sentido as empresas unirem esforços significativos e gastarem tanto tempo discutindo sobre o assunto se, ao final, o negócio não seria consumado. Nesse sentido, concluiu que as discussões até então sobre os contratos não tinham relação com a operação na República Dominicana, mas sim com a ação comercial na Jordânia.

141. Quando o acusado recebeu mensagem eletrônica de seu subordinado na qual eram reportadas observações do diretor jurídico referentes à contratação da Globaltix, limitou-se a responder concordando com o departamento jurídico da Companhia e determinando que a contratação seguisse de acordo com as orientações deste setor.

142. Segundo a defesa, como a contratação de E.S. era fundamental para o sucesso da negociação na Jordânia, “[c]onfiante numa evolução positiva da situação, Orlando

88 “A Embraer havia estabelecido contatos com a Força Aérea do Reino Hashemita da Jordânia (Royal Jordanian Air Force, doravante referida simplesmente como ‘Força Aérea da Jordânia’), com vistas à participação em processo voltado ao fornecimento de aeronaves para treinamento militar avançado, em particular os Super Tucanos, mas não possuía qualquer contato com as Forças Especiais de Segurança da Jordânia (Jordanian Special Security Forces, doravante referida simplesmente como ‘Forças Especiais da Jordânia’). As Forças Especiais da Jordânia gozavam de muita influência junto ao Rei da Jordânia e, portanto, eram vistas como elemento essencial em qualquer campanha na área de defesa daquele país, ainda que os produtos fossem destinados à Força Aérea da Jordânia”. (fl. 545).

ressaltou, em sua resposta, que a equipe estava próxima de resolver os problemas que haviam sido herdados dos seus antecessores na área de defesa (fls. 321)."

143. A defesa constatou que o acusado pediu que o diretor de vendas e o gerente responsável pelas vendas no Oriente Médio se apropriassem da campanha, *"em linha com o fluxo previsto no organograma da área"* (fls. 27-28). O responsável, então, assumiu a posição junto a E.S. e, em 19.2.2010, encaminhou para este a proposta enviada para as Forças Aéreas da Jordânia - o que, segundo a defesa, demonstra a atuação efetiva de E.S. junto à campanha.

144. Nesse ponto, a defesa aponta que diversas mensagens eletrônicas a respeito do desenvolvimento da campanha de vendas na Jordânia que constam dos autos foram omitidas ou ignoradas pela SEP ao elaborar seu termo de acusação.

145. Em 12.3.2010, a Companhia e a Globaltix celebraram contrato para a promoção de venda na Jordânia. Esse contrato previa uma comissão de 8% sobre o valor das vendas das aeronaves, peças e serviços de manutenção que viessem a ser contratados pelas Forças Aéreas da Jordânia, junto a dois pagamentos fixos no valor total de US\$3.420.000,00 (três milhões, quatrocentos e vinte mil dólares). O valor da parcela fixa representava, em média, 20% (vinte por cento) do valor total devido a E.S. caso a Companhia realizasse a venda.

146. Nesse ponto, a defesa destacou que a Globaltix não faria jus ao ressarcimento de nenhum custo ou despesa incorrido no esforço de venda, os quais seriam por ela incorridos.

147. Pelos fatos expostos, a defesa constatou que a SEP construiu sua acusação a partir do fato de o contrato com a Globaltix incluir o pagamento de um valor fixo, representado pelos 20% devidos a E.S. No entanto, conforme a defesa, a acusação não considerou que ele foi contratado tanto para realizar as vendas na Jordânia, quanto para neutralizar os esforços feitos por outros concorrentes.

148. Nas suas palavras: *"um dos trabalhos de Elio era evitar a venda por concorrentes e este trabalho, evidentemente, não poderia ser remunerado como um percentual sobre o valor de um negócio que não se concretizasse"* (fl. 652).

149. Nesse ponto, a defesa explicou que o trabalho de neutralização dos esforços de venda de concorrentes seria pouco usual, razão pela qual alguns funcionários da Embraer não familiarizados com esse tipo de pagamento, quando deram suas declarações, não pensaram em considerar que o valor fixo pudesse se referir a tais esforços específicos.

150. Quanto à coincidência do valor da remuneração fixa com o do restante da "propina" devida à República Dominicana, a defesa sustentou que tal fato não seria capaz de

provar nada. Na sua concepção, assumindo que houvesse de fato uma dívida de propina com valor igual ao da remuneração fixa de E.S., não faria sentido que ele houvesse trabalhado gratuitamente na campanha na Jordânia apenas para quitar esse valor.

151. Para a defesa, é incompreensível que a acusação tenha entendido que a mera coincidência entre os valores fosse suficiente para concluir que a ação de vendas na Jordânia nunca existiu ou ao menos que não foi objeto da contratação da Globaltix.

152. Nesse ponto, por fim, concluiu que não há nenhum elemento nos autos capaz de indicar que (i) Orlando Ferreira Neto sabia de suposta dívida da Embraer para com o governo da República Dominicana, (ii) Orlando Ferreira Neto devesse ter desconfiado dos pagamentos fixos acordados com E.S. no âmbito do contrato com a Globaltix.

153. Por fim, esclareceu que somente teve conhecimento de que E.S. atuou em outros trabalhos relacionados à República Dominicana ao ser intimado para apresentar sua defesa, quando teve acesso aos documentos anexados ao processo.

e) Da inaplicabilidade do art. 154 ao caso concreto

154. Outro aspecto questionado pela defesa versa sobre a inaplicabilidade do art. 154 da Lei nº 6.404/1976. Contrária ao entendimento da acusação, sustentou que os atos praticados por Orlando Ferreira Neto não podem ser tipificados como quebra dos deveres fiduciários com a Companhia, especialmente como o desvio de finalidade previsto naquele dispositivo.

155. Para a SEP, o acusado teria praticado atos objetivando viabilizar o pagamento de vantagem indevida ao Cel. P., relacionada à venda de aeronaves ao governo da República Dominicana. Nesse sentido, a defesa argumentou que a acusação não se preocupou em explicar a maneira pela qual a atuação do acusado teria configurado violação a este artigo.

156. Ademais, sustentou que a acusação se baseou no parecer elaborado pela PFE (fls. 495-497), que levou a área técnica a alterar a tipificação inicialmente proposta. No seu entendimento, caso a interpretação dada pela PFE prevaleça, haverá ampliação do conceito de desvio de finalidade, modificando o entendimento adotado até então pela CVM.

157. Essa ampliação do conceito previsto no art. 154 da Lei das S.A., segundo a defesa, cria uma série de preocupações que merecem reflexão: (i) a CVM deve aguardar a decisão no âmbito do juízo da Ação Penal, pois a pretensão punitiva desta autarquia deve aguardar decisão transitada em julgado pela autoridade competente para julgar o ato ilícito; (ii) a interpretação atrairá uma série de casos que nunca foram considerados como violação ao dever de lealdade pela CVM; e (iii) uma condenação neste processo pela suposta violação ao art. 154 da Lei das S.A. inovaria com relação aos

precedentes da CVM por ser baseada em atos que não teriam sido praticados pelo acusado, mas sim por outros funcionários da Companhia, inclusive alguns que não seriam seus subordinados.

158. De acordo com a defesa, a CVM julga os administradores por violarem os arts. 154 e 155 da Lei nº 6.404/1976 - entendidos como formas complementares de enunciação do dever de lealdade - quando são partes na decisão tomada pela companhia. Dessa forma, quando o administrador (ou o grupo de acionistas que o elegeu) não possui interesse na matéria, a CVM analisa sua atuação sob o conceito de dever de diligência, com foco no processo decisório e não na decisão tomada (*business judgment rule*). Nesse ponto, a defesa menciona um precedente da CVM para tentar corroborar sua tese⁸⁹.

159. Em seguida, apontou que a acusação não indicou nenhum interesse pessoal por parte dos acusados, de grupo ou classe de acionistas da Embraer ou até mesmo de terceiros na prática de uma negociação ilícita. Portanto, ao considerar a jurisprudência desta autarquia, concluiu que a atuação dos acusados poderia ser analisada, quando muito, apenas sob o prisma do dever de diligência.

160. Ao analisar o parecer da PFE, a defesa constatou que ela propôs a exclusão de um dos diretores investigados, pois não restou provado que ele teria participado de maneira direta na suposta negociação ilícita, requisito exigido por ela. No entanto, não entendeu a razão pela qual essa exigência não foi tomada com relação aos demais acusados, incluindo Orlando Ferreira Neto que, na sua concepção, teve sua acusação construída a partir de uma premissa equivocada de que teria participado de forma direta do ato considerado ilícito.

161. Ainda que o presente caso não trate de violação ao dever de diligência, defendeu que o acusado não adotou nenhuma conduta que configurasse tal ilícito. Para a defesa, há vários fatos que comprovam a atuação diligente de Orlando Ferreira Neto, que

“desde o início do seu mandato cuidou de estabelecer procedimentos internos destinados a melhorar os processos de contratação e os controles dos pagamentos realizados” (fls. 659-660). Acrescentou também que “o Defendente sempre atuou de boa-fé e sua anuência no que se refere à celebração do Contrato Globaltix não denota qualquer irregularidade, sobretudo porque ausentes indícios que o levassem a ter quaisquer suspeitas sobre a ilicitude dos mesmos” (fl. 660).

162. Por todo o exposto, a defesa concluiu que não houve prática de conduta dolosa

89 Menciona o seguinte trecho do voto do ex-Diretor Pedro Marcílio no âmbito do PAS CVM nº 2005/1443, j. em 10.5.2006: “[o] padrão de exigência muda completamente, entretanto, quando o administrador é parte interessada na decisão. Nesse caso, deixamos de lado o art. 153 e aplicamos o art. 155 (ou o 154, ou, ainda, o 156, como veremos nos próximos tópicos)”.

por Orlando Ferreira Neto que justifique a aplicação de penalidade no âmbito administrativo. Para ela, o acusado sempre atuou de boa fé e de forma diligente, agindo dentro do contexto tanto no tocante ao pagamento à empresa 4D quanto na contratação da Globaltix, tendo em vista a ausência de indícios que o levassem a suspeitar sobre a sua licitude.

PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

163. Devidamente intimado, o acusado Orlando Ferreira Neto apresentou proposta de celebração de Termo de Compromisso (fls. 743-745), em que se propôs a pagar à CVM o valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais).

164. Em reunião realizada em 22.3.2016 (fls. 761-7625), o Colegiado acompanhou, por unanimidade, o entendimento do Comitê de Termo de Compromisso, deliberando a rejeição da proposta apresentada.

DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

165. Em reunião do Colegiado ocorrida no dia 24.11.2015, fui sorteado relator deste processo.

NOVOS DOCUMENTOS

166. Em 27.8.2018, Luiz Aguiar, por meio de seus procuradores, apresentou petição informando o andamento da Ação Penal. Em suma, argumentou que os depoimentos no âmbito criminal foram de encontro com o que havia sido originalmente informado em duas delações premiadas sobre Luiz Aguiar. Foi, ainda, juntado parecer jurídico elaborado por Joaquim Barbosa em que se concluiu que Luiz Aguiar não teria conhecimento das irregularidades praticadas.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 11 de setembro de 2018.

Pablo Renteria
Diretor-Relator

VOTO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) para apurar a responsabilidade de (i) Luiz Carlos Siqueira Aguiar (“Luiz Aguiar”), na qualidade de Diretor Vice-Presidente para o Mercado de Defesa e Governo entre 1.4.2006 e 1.1.2009, e de Diretor Vice-Presidente Financeiro e de Relações com Investidores eleito em 12.12.2008,⁹⁰ bem como de (ii) Orlando José Ferreira Neto (“Orlando Ferreira Neto” e, em conjunto com Luiz Aguiar, os “Acusados”), na qualidade de Diretor Vice-Presidente para o Mercado de Defesa e Governo com mandato iniciado em 1.1.2009 da Embraer S.A. (“Embraer” ou “Companhia”), pelo suposto descumprimento do disposto no art. 154 da Lei nº 6.404/1976.⁹¹

2. Este processo sancionador tem origem no Processo CVM nº RJ2014/11945, que teve por objetivo apurar fatos relatados na denúncia apresentada pelo Ministério Público Federal (“MPF”) envolvendo a prática de corrupção ativa em transação comercial internacional por funcionários e administradores da Embraer.

3. Como apontado no relatório deste voto, a acusação envolve a imputação aos Acusados de infração ao disposto no art. 154 da Lei nº 6.404/1976, em razão de suposta prática de atos objetivando viabilizar pagamentos indevidos no montante total de US\$ 3.520.000,00 (três milhões, quinhentos e vinte mil dólares) a coronel da Força Aérea Dominicana e, ao tempo dos fatos, Diretor de Projetos Especiais do Ministério das Forças Armadas, relacionados à venda de aeronaves modelo Super Tucano pela Embraer àquela força aérea.

⁹⁰ Tendo tomado posse em 1.1.2009.

⁹¹ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

§ 2º É vedado ao administrador:

a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;

b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;

c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

§ 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

I. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

4. Primeiramente, convém tecer algumas considerações iniciais acerca do presente caso, notadamente quanto ao seu objeto.

5. Nesse tocante, parece-me importante esclarecer que este processo visa analisar a conduta de administradores de uma companhia aberta, no contexto de uma transação comercial, estritamente sob a ótica de seus deveres fiduciários - mais especificamente de seu dever de atuar no interesse social, conforme preceitua o art. 154 da Lei nº 6.404/1976.

6. Desse modo, a despeito de o presente processo ter sido instaurado a partir do encaminhamento, pela Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro, de cópias dos autos de ação penal envolvendo a suposta prática de corrupção ativa em transação comercial internacional⁹² por administradores e empregados da Embraer (fls. 5 e ss), não se pretende aqui - nem se poderia, por ausência de competência - analisar a configuração da prática de crime, mas tão somente apurar a responsabilidade administrativa dos Acusados à luz dos deveres impostos pela legislação societária.

7. Dito isso, antes de adentrar o mérito do processo, passo a analisar as preliminares suscitadas por Orlando Ferreira Neto em sua defesa.

III. PRELIMINARES

III.1) PRESUNÇÃO DO CRIME DE CORRUPÇÃO E VINCULAÇÃO À ESFERA PENAL

8. Em primeiro lugar, Orlando Ferreira Neto sustenta que o art. 4º, inciso IV, 'b'⁹³ da Lei nº 6.385/1976 não poderia ser interpretado de modo a atribuir à CVM competência para julgar a prática de ilícitos penais.

9. Isso porque, segundo afirma, o desvio de finalidade que lhe é imputado seria “*consequência direta da prática do crime de corrupção*”, razão pela qual uma eventual

92 Tipificado no art. 337-B do Código Penal, *in verbis*:

Art. 337-B. Prometer, oferecer ou dar, direta ou indiretamente, vantagem indevida a funcionário público estrangeiro, ou a terceira pessoa, para determiná-lo a praticar, omitir ou retardar ato de ofício relacionado à transação comercial internacional: Pena - reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa.

Parágrafo único. A pena é aumentada de 1/3 (um terço), se, em razão da vantagem ou promessa, o funcionário público estrangeiro retarda ou omite o ato de ofício, ou o pratica infringindo dever funcional.

93 Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

(...)

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

(...)

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

condenação administrativa da CVM por infração ao art. 154 da Lei nº 6.404/1976 importaria em condenação pela conduta tipificada no art. 337-B do Código Penal. Destaca, assim, que seria necessário aguardar uma decisão definitiva do processo criminal para que, então, fosse possível analisar a sua responsabilidade no âmbito administrativo.

10. Tal argumento não me convence. Como é pacífico na jurisprudência do Superior Tribunal Federal,⁹⁴ prevalece em nosso ordenamento jurídico o princípio da independência entre as instâncias administrativa e penal, não se justificando, assim, a alegação de que o julgamento desta autarquia deva aguardar a decisão definitiva do juízo criminal.⁹⁵

11. Com efeito, uma mesma conduta pode configurar, simultaneamente, ilícito penal, administrativo e civil, demandando-se uma análise autônoma das responsabilidades, de acordo com os requisitos subjetivos e objetivos necessários para a caracterização dos respectivos tipos em cada uma das esferas.⁹⁶ É nesse sentido, inclusive, o art. 9º, inciso VI da Lei nº 6.385/1976 ao prever que “[a] Comissão de Valores Mobiliários (...) poderá (...) VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidade previstas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal” (grifou-se).

12. Como já esclarecido, não se discute aqui se os Acusados praticaram o crime tipificado no art. 337-B do Código Penal mediante a análise dos elementos que configuram o referido tipo - até porque nem cabe à CVM fazê-lo. O que importa para o presente caso é tão somente o exame da conduta dos administradores à luz do dever previsto no art. 154 da Lei nº 6.404/1976.

13. Foi também nessa linha a manifestação da Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE”):

“não havendo lei específica que atribua à CVM competência punitiva no tocante à prática de suborno (local ou transnacional) por parte das companhias, descabe sua atuação pontual nessa seara (...). [O] mesmo não se pode dizer com relação à atuação daqueles indivíduos que, dentro da estrutura da governança das companhias abertas, encontram-se sujeitos ao poder de polícia da CVM. Para tanto, porém, é imprescindível demonstrar que a atuação dos referidos indivíduos se deu em contrariedade às normas cujo enforcement é de responsabilidade da CVM (Lei 6404/76,

94 Haverá, no entanto, comunicação entre as esferas quando a decisão do juízo criminal reconhecer a inexistência do fato ou a negativa de autoria.

95 Nesse mesmo sentido, o PAS CVM nº RJ2015/5002, Rel. Dir. Roberto Tadeu Fernandes, j. 15.3.2016.

96 “De acordo com o sistema jurídico brasileiro, é possível que de um mesmo fato (aí incluída a conduta humana) possa decorrer efeitos jurídicos diversos, inclusive em setores distintos do universo jurídico. Logo, um comportamento pode ser, simultaneamente, considerado ilícito civil, penal e administrativo, mas também pode repercutir em apenas uma das instâncias, daí a relativa independência.”

STF, RHC 91.110/SP, Rel. Min. Ellen Gracie, Dje 22.8.2008.

lei 6385/76, e suas normas internas, primordialmente).” (fls. 3-4).

14. Por tais razões, afasto o argumento do Acusado.

III.2) VIOLAÇÃO DO PRINCÍPIO DO *NON BIS IN IDEM*

15. Outra preliminar suscitada por Orlando Ferreira Neto é a de violação do princípio do *non bis in idem*, sob o argumento de que os mesmos fatos objeto deste processo estariam sendo investigados nos Estados Unidos e na República Dominicana tanto na esfera penal como na administrativa.

16. Como já reconhecido em outras oportunidades pelo Colegiado desta CVM,⁹⁷ ainda que não haja previsão legal expressa sobre a aplicação do princípio do *non bis in idem* aos processos administrativos, a impossibilidade de dupla *apenação* decorre do princípio da segurança jurídica, previsto no art. 2º da Lei nº 9.784/1999.⁹⁸

17. Em suma, observado o princípio de independência das instâncias, a proibição ao *bis in idem* consiste na impossibilidade de um mesmo sujeito ser sancionado mais de uma vez, na mesma esfera de competência estatal⁹⁹ e com base no mesmo fundamento jurídico, pela prática de determinado ato.

18. Nesse sentido, para a caracterização do *bis in idem*, ou dupla *apenação*, é necessário que se verifique a presença concomitante dos seguintes elementos: (i) identidade de sujeitos; (ii) identidade fática; e (iii) identidade de fundamentos jurídicos.¹⁰⁰

19. Assim, primeiramente no que concerne às investigações criminais conduzidas nas mencionadas jurisdições, afasto o argumento pelos fundamentos já utilizados nos parágrafos 10 e 11 deste voto quanto à independência das instâncias - destaco que eventual ocorrência de *bis in idem* no âmbito penal deverá ser arguido naquela esfera.

20. Também não merece melhor sorte a alegação de ocorrência de *bis in idem* pela existência de investigações conduzidas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC). Nesse tocante, ressalto que a defesa sequer procurou demonstrar a presença dos elementos necessários à sua caracterização, limitando-se a alegar de forma vazia que “*tramita nos EUA investigação conduzida pela SEC a fim de investigar e apurar os*

97 Vide PAS CVM nº 02/09, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 1.12.2010; PAS CVM nº 03/2006, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 01.12.2010; PAS CVM nº 09/2006, Rel. Dir. Ana Novaes, j. em 5.3.2013; PAS CVM nº RJ2012/1670, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 29.7.2014; e PAS 04/2010, Rel. Dir. Ana Novaes, j. em 23.9.2014.

98 Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência.

99 “A proibição à dupla *apenação* ocorre na mesma esfera de competência estatal; ou seja, não cabe dupla *apenação* na esfera criminal, nem dupla *apenação* na esfera administrativa.” EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádina B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 322.

100 PAS CVM nº RJ2012/1670, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 29.7.2014 e PAS CVM nº 04/2010, Rel. Dir. Ana Novaes, j. em 23.9.2014.

mesmos fatos retratados neste procedimento” (fl. 629).

21. Não há, portanto, nenhuma comprovação de identidade de sujeitos ou de fundamentos jurídicos que subsidie o argumento do acusado, não tendo se desincumbido do ônus que lhe compete nos termos do art. 36 da Lei nº 9.874, de 1999, - aplicável subsidiariamente a este processo administrativo sancionador - segundo o qual cabe ao interessado a prova dos fatos que tenha alegado.

22. Ainda quanto a esse ponto, há que se destacar que a SEC atua tanto em processos de natureza administrativa, quanto de natureza civil, notadamente no âmbito de ações civis públicas. Desse modo, a atuação da SEC em face da Companhia na esfera civil – conforme noticiado na imprensa¹⁰¹ - não gera óbice à atuação da CVM na esfera administrativa.¹⁰²⁻¹⁰³

23. Por fim, cumpre ressaltar que é incontestável a competência territorial da CVM para atuar neste caso, haja vista tratar-se de análise da conduta de diretores estatutários de uma companhia aberta com sede no Brasil.

24. Nesse tocante, o art. 9º, inciso V e o *caput* do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, com redação vigente à época dos fatos, previam expressamente que:

“Art. 9º. A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

V- apurar, mediante processo administrativo atos ilegais e práticas não equitativas de administradores (...) de companhias abertas (...);”

“Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei de Sociedades por Ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:(...)”

25. Se, por um lado, tais dispositivos não autorizam a CVM a punir a conduta de administradores de sociedade estrangeira por infrações societárias, visto não estar sujeita à Lei nº 6.404/1976, por outro lado, não há dúvida de que esta autarquia tem competência para apurar a responsabilidade administrativa de administradores de companhias abertas regidas pela referida Lei¹⁰⁴

26. No caso concreto, a Embraer foi constituída em conformidade com a lei brasi-

101 Vide <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2016/lr23676.htm>

102 “10. Obviamente, um acordo obtido pela SEC em um processo de natureza civil nos Estados Unidos não afasta a competência da CVM para apreciar o assunto na esfera administrativa. Afinal, um acordo da mesma natureza obtido no Brasil não teria tal consequência.” PAS CVM nº SP2007/0118, Rel. Dir. Marcos Pinto, j. 26.2.2008.

103 Nesse ponto, vale ressaltar, ainda, que, diferentemente da CVM, a SEC possui ainda competência - com designação de área específica - para atuar em casos de suspeita de violação do Foreign Corrupt Practices Act (FCPA), quando há indícios de prática de atos de corrupção por parte de companhias com valores mobiliários negociados nos Estados Unidos.

104 PAS CVM nº SP2007/0118, Rel. Dir. Marcos Pinto, j. 26.2.2008.

leira, tendo sua sede localizada neste país¹⁰⁵ e, ademais, valores mobiliários de sua emissão são aqui negociados, restando, assim, incontroversa a competência da CVM para apurar a conduta de seus administradores por infrações cometidas à Lei das S.A.

III.3) INÉPCIA DO TERMO DE ACUSAÇÃO

27. A terceira preliminar suscitada por Orlando Ferreira Neto diz respeito à inépcia da peça acusatória, uma vez que, na sua visão, a acusação teria sido formulada de maneira genérica, deixando de indicar de maneira clara e fundamentada de que forma sua atuação teria violado o art. 154 da Lei nº 6.404/1976 - o que teria prejudicado seu direito de ampla defesa.

28. Tal argumento, a meu ver, não procede. A Acusação está lastreada em abundantes provas que se encontram acostadas aos autos. Se essas provas são suficientes para demonstrar que os Acusados agiram contra o interesse da Companhia, trata-se de questão afeta ao mérito da Acusação, que será examinada mais adiante neste voto.

29. De mais a mais, não vislumbro absolutamente nenhum cerceamento ao direito de defesa dos Acusados, os quais tiveram a oportunidade - e efetivamente o fizeram - de se manifestar sobre as imputações e as provas colacionadas aos autos.

III.4) NÃO CONFIGURAÇÃO DE INDÍCIOS CONVERGENTES E SUFICIENTES

30. Por fim, Orlando Ferreira Neto sustenta, ainda em sede preliminar, que os documentos que embasam a acusação não seriam suficientes para formar indícios convergentes e suficientes acerca da materialidade e da autoria da infração que lhe é imputada.

31. No entanto, entendo que a análise da suficiência dos elementos probatórios na caracterização da autoria e da materialidade do ilícito imputado confunde-se com o próprio mérito da acusação, sendo, portanto, incabível o seu exame em sede preliminar - razão pela qual rejeito a arguição de nulidade e passo a examinar o mérito do presente caso.

12. IV. MÉRITO

IV.1) MATERIALIDADE

32. Os fatos objeto deste processo são incontroversos.

33. Como é fato público e notório, ao final do ano de 2016, a Embraer firmou termo de compromisso e de ajustamento de conduta com a Comissão de Valores Mobiliários e com o Ministério Público Federal ("TCAC"), em concomitância com a celebração de acordos semelhantes com o *Department of Justice (DoJ)* e com a *Securities*

¹⁰⁵ O art. 60 do Decreto-lei nº 2.627/1940 tratava das sociedades nacionais: "Art. 60. São nacionais as sociedades organizadas na conformidade da lei brasileira e que têm no país a sede de sua administração."

*and Exchange Comission (SEC) norte-americanos, a fim de encerrar os processos que contra ela tramitavam perante aquelas entidades.*¹⁰⁶

34. A proposta de TCAC, aprovada na reunião do Colegiado da CVM de 6.10.2016, contemplou o compromisso da Embraer de colaborar com as investigações conduzidas no Brasil e de pagar ao Fundo de Defesa dos Direitos Difusos o montante de R\$ 64 milhões, entre outras obrigações. Além disso, por meio daquele expediente, a Embraer confessou a prática de ilícitos - notadamente do pagamento de vantagens indevidas a funcionários públicos da República Dominicana no contexto da venda de aeronaves e da dissimulação da natureza de tais valores, mediante a utilização de intermediários -, conforme pode ser verificado no texto abaixo transcrito, extraído da ata da reunião do Colegiado que apreciou a proposta de TCAC:

“(...) Nesse contexto, e como fruto das discussões havidas, a Embraer concordou com os termos do TCAC, por meio do qual:

(i) reconhece haver praticado as condutas ali descritas, e que podem ser assim resumidas:

(a) pagamento a funcionários públicos da República Dominicana, da Arábia Saudita e de Moçambique, no contexto de três contratos de compra e venda de aeronaves de sua fabricação, celebrados entre 2007 e 2010, de vantagens indevidas no valor total de US\$ 5.970.000,00, por meio de intermediários;

(b) com a utilização de tais intermediários dissimulou a origem e a natureza dos recursos correlatos, bem como seus destinatários finais;

(c) o lucro relativo aos contratos constituiu enriquecimento sem causa lícita, porque sua obtenção envolveu atos de corrupção;

(d) efetuou registros contábeis falsos das despesas fraudulentas referentes aos pagamentos de vantagem indevida relativos a cada um desses contratos, como “comissões de vendas; (...)” (grifou-se)¹⁰⁷

Análise das provas acostadas aos autos

35. Como se não bastasse, os elementos trazidos aos autos, ao contrário do que su-

106. Vide <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2016/10/embraer-admite-que-pagou-propina-e-faz-acordo-de-r-64-mi-com-cvm.html>> Acesso em 24.7.2018; <<https://www.valor.com.br/empresas/4754063/embraer-faz-acordos-de-us-206-milhoes-com-autoridades-de-brasil-e-eua>>, Acesso em 24.7.2018; < <https://economia.estadao.com.br/noticias/governanca/embraer-reconhece-ter-descumprido-leis-brasileiras-e-faz-acordo-com-autoridades-no-brasil-e-eua-,10000084037>> Acesso em 24.7.2018

107 Vide ata da reunião do Colegiado da CVM de 6.10.2016 que aprovou a proposta do termo de compromisso no âmbito do Processo SEI nº 00783.001957/2016-89. Disponível em http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20161006_D1/20161006_D0391.html.

stenta a defesa de Orlando Ferreira Neto (fls. 634), também evidenciam a utilização de um estratagema para dissimular a realização de pagamentos indevidos a um funcionário público estrangeiro, no contexto da alienação das aeronaves Super Tucano para a Força Aérea da República Dominicana.

36. Antes de analisar a relevância de tais elementos de prova e enfrentar os argumentos da defesa, mostra-se relevante resgatar a cronologia dos eventos narrados pela acusação.

37. Conforme relatado na defesa de Luiz Aguiar, as negociações para a alienação das 8 (oito) aeronaves Super Tucano da Embraer à Força Aérea da República Dominicana tiveram início entre 2006 e 2007, no setor de Mercado de Defesa e Governo da Companhia (“Setor de Defesa”), e envolviam o montante total de US\$ 92 milhões.

38. A despeito de o contrato definitivo ter sido celebrado ao final de 2007, a concretização da transação dependia da aprovação, pelo Senado da República Dominicana, tanto do contrato principal quanto do contrato de financiamento firmado com o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES - o que, por sua vez, ocorreu apenas em setembro de 2008.¹⁰⁸

39. Segundo a acusação, o ponto de contato entre as autoridades da República Dominicana e a Embraer era o Cel. P., coronel da Força Aérea Dominicana, o qual atuou junto ao Senado daquele país em favor da aprovação da transação.

40. Além da confirmação, pela Companhia, em sua manifestação de 27.10.2017, no sentido de que “as investigações internas apontam que uma pessoa denominada [Cel. P.] agiu como ponto de contato principal do Governo Dominicana, representando-o para os fins da Transação”¹⁰⁹, e das mensagens eletrônicas apresentadas pela acusação, a atuação do coronel junto ao Senado em favor da operação resta evidenciada pelo conteúdo da ata da sessão do Senado de 7.8.2008¹¹⁰, nos seguintes termos:

“El Coronel de la Fuerza Aérea Dominicana, [Cel. P.], realizó una presentación audiovisual explicativa de las aeronaves, la cual se anexa a esta Acta.

(...)

El [Cel. P.] reiteró que es una necesidad para el país la compra de los aviones, recalcando que quienes van a pagar ese préstamo de los aviones son esencialmente los turistas; cada uno está aportando dos dólares en la compra del ticket de ida y vuelta para este fin.”

108 Vide fls. 146-147: mensagem eletrônica enviada por E.M., então responsável pelo setor de vendas subordinado à Diretoria de Mercado e Defesa, na qual afirma “1. Contrato com República Dominicana (8 Super Tucanos): Contrato de Venda e de Financiamento estão assinados aguardando aprovação do Congresso para efetivação.”

109 Fl. 88.

110 Nota de rodapé à fls. 13

41. A acusação aponta, ainda, que, a partir de meados de 2008 - portanto, antes da efetiva aprovação junto ao Congresso da República Dominicana - iniciaram-se discussões entre funcionários do setor de Defesa da Embraer e o Cel. P. para tratar de pagamentos, no montante total de US\$ 3.520.000,00, a serem efetuados a três empresas indicadas por este último, sediadas na República Dominicana, nomeadamente, (i) 4D Business Group, (ii) Ferroboc e (iii) Magycorp.

42. A meu ver, a realização desses pagamentos, sem que houvesse qualquer comprovação dos serviços prestados em contrapartida ou da natureza dos serviços que teriam sido prometidos, foi confirmada pela Embraer às fls. 88, em resposta a ofício da SEP, onde se lê que “[a] partir de 9 de setembro de 2008, [Cel. P.] exigiu que a Companhia fizesse determinados pagamentos, no total de US\$ 3.520.000,00 (três milhões e quinhentos e vinte mil dólares americanos), relativos a serviços prestados para a Embraer no contexto da Transação. Tais pagamentos foram realizados. A investigação interna não forneceu conclusões definitivas a respeito da natureza dos serviços que teriam sido prestados à Embraer, nem tampouco acerca da sua efetiva prestação.”.

43. No mesmo sentido, encontra-se reproduzida nos autos extensa correspondência eletrônica entre funcionários e executivos da Companhia, que comprovam a existência daquela dívida. Assim, na troca de mensagens abaixo, funcionários da Embraer do Setor de Defesa mencionam um suposto “PLR\$” - conhecido no jargão de mercado como participação nos lucros e resultados - que deveria ser tratado com o Cel. P.

De: L.E.Z.F. (gerente da área de contratos do setor de Mercado de Defesa)

Para: E.M. (gerente sênior de vendas nas Américas do setor de Mercado de Defesa)
Enviada em: 25/8/2008 12:30

Assunto: “[Cel. P.] ligou da Emb. Brasil, pediu para ligar para ele, na linha segura +1 829 453-0707. Esta tarde fala com senador sobre PLR\$. Quer alinhar contigo”

De: E.M. (gerente sênior de vendas nas Américas do setor de Mercado de Defesa)

Para: L.E.Z.F. (gerente da área de contratos do setor de Mercado de Defesa)

Enviada em: 25/8/2008 13:49

Assunto: “[Cel. P.] ligou da Emb. Brasil, pediu para ligar para ele, na linha segura +1 829 453-0707. Esta tarde fala com senador sobre PLR\$. Quer alinhar contigo”

Conteúdo da mensagem: “Já falei com ele.” (fl. 165)

44. O assunto volta a ser tratado em mensagens trocadas entre Cel. P. e E.M., diretor regional não estatutário de vendas nas Américas do Setor de Defesa, e entre Cel. P. e L.A.L.F., gerente sênior de contratos do Setor de Defesa, nas quais tratam dos detalhes, como valores, contas bancárias e documentos contratuais, referentes aos pagamentos em favor das sociedades indicadas pelo Cel. P.

De: Cel. P.

Para: E.M.

Enviada em: 8/9/2008 Assunto: Re: Este el borrador

Conteúdo da mensagem: “Estimado [E.M.]: He tratado sin exiti de comunicarme contigo para conversar acerca de algunos detalles del contrato y de la tabla de pago que mee enviaste (...) Sobre la tabla, la sumatoria de los pagos en la parte 1 es de US\$2,408,000 Osea US\$92MIL menos que lo acordado en la reunion sostenida. Al igual que los pagos de la tabla 2 correspondientes al 1% restante seria de US\$920MIL pero la suma de los pagos que enviaste solo suman US\$888MIL. Propongo que enlo referente a la tabla 1. Em tiempo TO+6. Cláusula 6 tiene que recibir los números”

De: E.M.

Para: Cel. P.

Enviada em:

9/9/2008

Assunto: Re:

Este el borrador

Conteúdo da mensagem: “[Cel. P.], Mi tabla está correcta. Estoy mirando el email que te envié.

Pagos 1 Total 2,500.

Pagos 2. Total. 920.” (fl. 169)

De: L.A.L.F.

Para: Cel. P.

Enviada em: 22/1/2009

Assunto: Informaciones

Conteúdo da mensagem: “Estimado Carlos, Le pido amablemente confirmar que la distribución abajo es correcta:

Ferroboc	Magycorp	4D Business Group S.A.
USD 2,5M	1%	USD 100K

De: Cel. P.

Para: L.A.L.F.

Enviada em: 22/1/2009 16:51 Assunto: Informaciones

Conteúdo da mensagem: “Estimado [L.A.L.F.]: Estos acalculos estan correctos en la salvedad de que segun lo acordado si es pisible, Ferreboc recibe el 50% de la Suma en la primera transferencia, magycorp segun el esquema de desembolsos y 4D el 100%.”

De: L.A.L.F.

Para: Cel. P.

Enviada em: 23/1/2009 16:51 Assunto: Informaciones

Conteúdo da mensagem: “Estimado [Cel. P.], Gracias por su respuesta. Ferroboc recibirá USD 1,25M en la primera transferencia; Magycorp recibirá USD 460K y 4D USD 100K.”

De: Cel. P.

Para: L.A.L.F.

Enviada em: 23/1/2009 12:45

Assunto: Informaciones

Conteúdo da mensagem: “Gracias: Favor indicarme cuando piensan enviar los documentos para firma y cuando necesitan los numeros de cuentas.”

De: L.A.L.F.

Para: Cel. P.

Enviada em: 23/1/2009 14:19

Assunto: Informaciones

Conteúdo da mensagem: “Estimado [Cel.P.], Pensamos enviar los docs para

que Ud. los firmen la semana próxima. Las cuentas vamos necesitar juntamente con las facturas, es decir, em Febrero 2009.”

De: L.A.L.F.

Para: Cel. P.

Enviada em: 26/1/2009 9:22

Assunto: Informaciones

Conteúdo da mensagem: “Estimado [Cel.P.], Aún nos faltan algunos documentos de las empresas, como abajo. Las cuentas vamos necesitar más adelante sin embargo necesito de las actas y indicación del poder de firmante de los socios que van a firmar los contratos com Embraer.

Documentos requeridos	Ferrboc	Magycorp	4D
Acta de Constitución de la Empresa y/o Estatuto Social	Pendiente	Pendiente	Pendiente
Poder de firmante de los socios	Pendiente	Pendiente	Pendiente
Certificado de Registro Mercantil	Pendiente	Pendiente	Pendiente
Cuenta	Pendiente	Pendiente	Pendiente

De: Cel. P.

Para: L.A.L.F.

Enviada em: 2/2/2009 16:39

Assunto: Informaciones

Conteúdo da mensagem: “Estimado [L.A.L.F.]: Gracias por tu comunicacion en los adjuntos requeridos excepto los de FERBOC que me tomara um par de dias. Sin embargo sugiero hacer y enviar de inmediato los contratos de MAGYCORP Y 4D BUSINESS GROUP, favor de reportarme el recimimiento de esta informacion.”

De: L.A.L.F.

Para: Cel. P.

Enviada em: 2/2/2009 17:08 Assunto: Informaciones

Conteúdo da mensagem: “Estimado [Cel. P.], Mensaje bien recibida. Cordial Saludo.”

(fls. 175-179).

45. Seguindo a cronologia dos eventos, após a aprovação do contrato de vendas pelo Senado da República Dominicana, em setembro de 2008, constata-se uma intensificação das trocas de mensagens eletrônicas entre os funcionários da área de vendas e marketing e aqueles da área de contratos do Setor de Defesa da Companhia, a fim de que fosse elaborado um contrato de representação referente à campanha na República Dominicana.

46. Ocorre que, em razão das políticas internas da Companhia, não era possível a celebração de contratos de representação para transações que já haviam sido efetivadas, como era o caso da alienação dos Super Tucanos para a Força Aérea da República Dominicana¹¹¹ - cujo contrato principal havia sido assinado ao final de 2007. É o que se constata a partir da seguinte mensagem entre o diretor regional de vendas nas Américas e o então gerente sênior de contratos:

De: E.M.

Para: L.H.

CC: L.A.L.F.

Enviada em: 24/12/2007 19:30

Assunto: Contrato de Representação

Conteúdo da mensagem: “me preocupou que nosso procedimento de como tratar os representantes – só assinar o contrato de representação após a assinatura do contrato de venda – é visto pelo jurídico como de alto risco e deve ser evitado. Temos 3 contratos de representação nesta categoria:

1. Contrato com República Dominicana (8 Super Tucanos): Contrato de Venda e de Financiamento estão assinados aguardando aprovação do Congresso para efetivação. Contrato de Representação só apalavrado, minuta já discutida e na gaveta sem assinatura de ninguém (...)

Precisamos achar uma solução aceitável para estes três casos e mudar o que era nosso padrão de comportamento.”

111 Vide mensagem eletrônica às fls.166 enviada, em 1.9.2008, por E.M. a Luiz Aguiar, cujo assunto é “Contratos de Representação para República Dominicana e Legacy Equador”, na qual informa “Aguiar, RD. A Sessão que deve aprovar o financiamento deverá ser na próxima semana. Eles querem ter o doc de representação assinado antes da sessão. Vou dar início junto ao jurídico.”

De: L.H.

Para: E.M..

CC: L.A.L.F.

Enviada em: 24/12/2007 21:55

Assunto: Res: Contratos de Representação

Conteúdo da mensagem: “Não foi outro o objetivo do VJU ao estabelecer e divulgar os procedimentos de contratação dos representantes há cerca de dois meses atrás, inclusive oficializando-o como ENS e com divulgação a todas as áreas de negócios. Sugiro vc olhar a ENS, se nao teve oportunidade ainda. No nosso caso este procedimento deve ser seguido pelos responsáveis por vendas juntamente com o Aguiar, uma vez que este assunto é conduzido pelos mesmos no que tange a fase de captura do negócio 146-147 (fls.)

47. Por esse motivo, portanto, fez-se necessário buscar algum meio para contornar os controles de integridade e viabilizar os referidos pagamentos, conforme, de fato, indicam as trocas de mensagens abaixo reproduzidas:

De: E.M.

Para: Luiz Aguiar

Enviado em: 16/9/2008 21:11

Assunto: RD¹¹² - Representante

Conteúdo da mensagem: “O [Cel. P.] acaba de me ligar junto com o nosso amigo para confirmar que o Senado aprovou o financiamento do Contrato dos ST¹¹³. Eu preciso que tu peças ao [jurídico] para nos ajudar a encontrar uma solução para o Contrato de representação/consultoria. Segundo a [A] falou para a [B], isto tem que ser falado entre vocês.”

De: Luiz Aguiar

Para: E.M.

Enviado em: 17/9/2008

Assunto: Res: RD - Representante

Conteúdo da mensagem: “Ok.” (fl. 171)

112 Depreende-se ser uma alusão à República Dominicana.

113 Depreende-se ser uma alusão às aeronaves de modelo Super Tucano.

* * *

De: L.A.L.F.

Para: A.L.A.P. e L.E.Z.F.

Enviado em: 2/2/2009 17:10

Assunto: Fw: Informaciones

Conteúdo da mensagem: “Caros, Conseguiram a definição do Orlando sobre como iremos proceder com a RD, ou seja, dois contratos e o pagto de USD 100K como consultoria, sem contrato? No aguardo.” (fl. 186)

* * *

De: L.A.L.F.

Para: A.J.P.T., A.L.A.P. e D.R.

Enviado em: 3/2/2009 14:20

Assunto: Minuta de Service Agreement com RD

Conteúdo da mensagem: “[A.J.P.T.], Cfe sua sugestão ao [A.L.A.P.], segue draft the service agreement para possibilitar pagamento de USD 100K a 4D Business Group S/A da República Dominicana, excluindo-se assim a necessidade de um ATPS¹¹⁴” (fl. 192)

* * *

De: Cel. P.

Para: E.A.F.F.

Enviado em: 6/2/2009 10:07

Assunto: Re: Fw: Acuso recibo de su correspondencia

Conteúdo da mensagem: “Estimado [E.A.F.F.]: Espero que te encuentres bien junto a todos en Embraer. Hace tres días que he tratado de comunicarme contigo pero ha sido imposible. (...) Otro tema que estoy manejando con [L.E.Z.F.] es el de los acuerdos económicos hechos em Santo Domingo. En dos de los tres casos la documentacion ha sido completada segun el requerimiento que se nos hizo. Necesito saber de inmediato los estatus de esos acuerdos ya que tengo presion de informar a los interesados sobre sus expectativas. Por favor a Luiz que me conteste cuanto antes.

De: E.A.F.F.

Para: L.E.Z.F

CC: R.M.B..

Enviado em: 6/2/2009 16:19

Assunto: Enc: Re: Fw: Acuso recibo de su correspondencia

Conteúdo da mensagem: “[L.E.Z.F.], Favor tratar com o [Cel. P.] as questões dos acordos financeiros.”

De: L.E.Z.F.

Para: L.A.L.F

CC: E.A.F.F., A.L.A.P, D.R..

Enviado em: 6/2/2009 16:27

Assunto: Enc: Re:Fw: Acuso recibo de su correspondencia

Conteúdo da mensagem: “[L.A.L.F.], Pelo que entendo os acordos financeiros estaoh contigo e numeros definidos. Minha recomendacaoh eh ir a Brasília e/ou a RD, asap, encontrar [Cel. P.] para resolver de vez as pendências e trazer os contratos assinados. Conte comigo.”

De: L.A.L.F

Para: L.E.Z.F.,

CC: E.A.F.F., A.L.A.P, D.R..

Enviado em: 6/2/2009 16:31

Assunto: Enc:Re:Fw: Acuso recibo de su correspondencia

Conteúdo da mensagem: “[L.E.Z.F.], Os acordos financeiros estão comigo e em andamento. Em determinado momento do processo [A.L.A.P.] e Orlando deverão autorizar as contratações e em seguida o Financeiro e o Jurídico darem seu “vista bueno” para então a outra parte assinar os dois contratos. Sds.” (fls. 208-210)

*

*

*

De: L.A.L.F

Para: A.L.A.P.

CC: S.H.. D.R., L.E.Z.F., E.A.F.F.

Enviado em: 16/2/2009 11:34

Assunto: Pagamento USD 100K - 4D Business - Republica Dominicana

Conteúdo da mensagem: Fonseca: “Caro [A.L.A.P.], Creio que a [D.R.] deixou para sua aprovação factura de USD 100K para pago ref. Super-Tucano RD cfe acordado. Amanhã recebo o [Cel. P.] da RD e ele certamente vai me cobrar este assunto bem como a assinatura dos acordos de venda para as outras duas empresas. Aguardo sua manifestação.”

De: A.L.A.P.

Para: L.A.L.F.

CC: L.E.Z.F., A.J.P.T.

Enviado em: 16/2/2009 19:38

Assunto: Pagamento USD 100K - 4D Business - Republica Dominicana

Conteúdo da mensagem: “Caro [L.A.L.F.], Conforme havíamos combinado, eu, vc o [A.J.P.T.], [L.E.Z.F.], e fechado com o Orlando, este pagamento deveria sair como Consultoria. Não é o que está na Fatura. Portanto, favor refazer alinhado com o que havíamos decidido. Grato.”

De: L.A.L.F.

Para: A.L.A.P.

CC: L.E.Z.F., A.J.P.T.

Enviado em: 17/2/2009 09:50

Assunto: Pagamento USD 100K - 4D Business - Republica Dominicana

Conteúdo da mensagem: [A.L.A.P.], Para todos os efeitos, ainda que na descrição não conste o termo consultoria a fatura será contabilizada e apontada como consultoria comercial. Se tiver que colocar consultoria na fatura terei que especificar que tipo de consultoria; exemplo: jurídica, não é o caso, se colocar consultoria técnica terei que especificar e a empresa teria que ser do ramo técnico aeronáutico, se for comercial vai entrar em choque com os pagamentos para as outras duas empresas e comprometer gerando possíveis reclamações de comissões posteriores. O que compromete menos, e acho que chegamos a comentar isto em reunião em sua sala, era colocar apoio logístico, que abrange serviços de natureza mais genérica.”

De: A.L.A.P.

Para: L.A.L.F.

CC: L.E.Z.F., A.J.P.T.

Enviado em: 17/2/2009 12:34

Assunto: Pagamento USD 100K - 4D Business - Republica Dominicana

Conteúdo da mensagem: “[L.A.L.F.], Entendo mas não estou convencido, ainda. [A.J.P.T.]: Favor dar a posição do Jurídico, na qual basearemos o pagamento. Grato.”

De: L.A.L.F.

Para: A.L.A.P.

CC: L.E.Z.F., A.J.P.T., D.R.

Enviado em: 17/2/2009 14:22

Assunto: Pagamento USD 100K - 4D Business - Republica Dominicana

Conteúdo da mensagem: “Caro [A.L.A.P.], Aguardaremos então o parecer jurídico para prosseguir neste assunto. Aguardamos também definição com relação aos dois (2) contratos de autorização para promoção de vendas (ATPS).”

De: A.L.A.P.

Para: L.A.L.F.

CC: L.E.Z.F., A.J.P.T.

Enviado em: 17/2/2009 15:49

Assunto: Pagamento USD 100K - 4D Business - Republica Dominicana

Conteúdo da mensagem “Caro [L.A.L.F.], Vamos manter a proa definida anteriormente, ou seja: - Contrato de 100K é de consultoria - os outros dois são de agenciamento. Existe alguma dúvida com relação a esta definição?”

De: L.A.L.F.

Para: A.L.A.P.

CC: L.E.Z.F., A.J.P.T.

Enviado em: 18/2/2009 09:41

Assunto: Pagamento USD 100K - 4D Business - Republica Dominicana

Conteúdo da mensagem: [A.L.A.P.], A proa eh esta mesmo cfe seu e-mail abaixo. A dúvida eh com relação a: Mudança no Master ATPS sendo a principal mod. a exigência da conta bancaria ser no pais sede da empresa; O fato do Orlando ter orientado para que seja assinado apenas um contrato por pais ou seja temos ainda dois contratos; A questão do contrato de venda do avioes jah estar assinado e o do agente nao, ou seja, contrato de agente com data posterior; Ainda não termos recebido a doc. da segunda empresa. ” (fls.226-230)

48. O conteúdo das mensagens acima reproduzidas demonstra, claramente, o esforço realizado por funcionários do Setor de Defesa da Embraer de “encontrar uma solução” - que “compromet[a] menos” - para viabilizar os pagamentos destinados às sociedades apontadas pelo Cel. P. de tal modo que não fossem detectados pelos controles de integridade da Companhia.

49. Com efeito, ante as restrições estabelecidas por esses controles, que não admitiam a contratação de representante comercial após celebrado o contrato principal nem a contratação de mais de um representante para uma mesma campanha de venda, os funcionários passaram a procurar qual seria a melhor “roupagem” jurídica para dissimular a natureza e a finalidade dos pagamentos que haviam sido acertados com o Cel. P. em favor da 4D Business Group, da Magycorp e da Ferroboc.

50. Nos meses que se seguiram, constata-se, nas mensagens eletrônicas acostadas aos autos, a insatisfação do Cel. P. quanto ao atraso nos pagamentos. Nesse ponto, vale destacar a seguinte mensagem:

De: Cel. P.

Para: E.A.F.F.

Enviado em: 31/3/2009 14:02 Assunto: Espera

Conteúdo da mensagem: “Estimado [E.A.F.F.]: Se que sabes la razon de este email. He recibido constantes llamadas y le he dicho que ayer le contestaria sobre el asunto. Hoy es fin de mês y a esta hora aun no tengo informacion sobre transfer para 4D. La information sobre Magycorp estará lista esta noche. No puedo llegar a Santo Domingo sin que se haya hecho el transfer de 4D. Por favor llamame a (809)604-8521 urgente. No se porque Embr. no alcanza a ver que no esta bien esta actitud.”

51. A referida mensagem é, então, encaminhada por E.A.F.F. a L.A.L.F., ambos da área de contratos vinculada ao Setor de Defesa da Companhia, questionando sobre o andamento dos pagamentos, ao que L.A.L.F. responde que “*este assunto está com*

[A.L.A.P.] já que no meu nível deu batente. O [F.R.] por intermédio do [A.J.P.T.] avisou que não apoia a operação e que nós déssemos uma solução sem envolver o jurídico. Sugestão: caia fora e avise o [Cel. P.] que vc esta de mãos atadas já que o assunto está para aprovação das autoridades da Embraer.”

52. Ante as pressões crescentes exercidas pelo Cel. P., que envolveram, inclusive, a ameaça de retenção dos passaportes de funcionários da Companhia que se encontravam na República Dominicana¹¹⁵, o pagamento à 4D, no valor de US\$ 100 mil, é efetuado por meio da Embraer LLC, subsidiária norte-americana da Companhia, em 24.4.2009, conforme consta do comprovante de transação bancária acostado às fls. 255 dos autos.

53. Em seguida, novas mensagens entre funcionários da Embraer demonstram os esforços realizados *a posteriori* para revestir de aparente legitimidade o pagamento efetuado, mediante a emissão de uma *Purchase Order* (abreviada como “PO”), em mais uma manobra para contornar os controles internos da Companhia. Na troca de mensagens reproduzida abaixo, chama atenção o desconforto que o assunto causa em certos funcionários, que se negam a participar do esquema ou pedem para serem poupados, o que, a meu ver, é uma clara indicação de que todos tinham consciência das irregularidades em curso:

De: L.A.L.F.

Para: J.V.R.

Enviado em: 5/5/2009 11:24

Assunto: Criação PO para 4D Business Group.

Conteúdo da mensagem: “Caro [J.V.R.], o assunto da PO da 4D avançou? Já está aprovada?”

De: J.V.R.

Para: L.A.L.F.

Enviada em: 5/5/2009 15:51

Assunto: Criação PO para 4D Business Group

115 Nos termos do depoimento de R.M.B, funcionário da área de contratos da Embraer, “Não conhece a empresa 4D Business, mas lembra que [E.A.F.F.] (...) lhe disse que em certa ocasião quando estavam na República Dominicana negociando um aditamento ao contrato, [Cel. P.] teria dito que iria reter os passaportes caso não houvesse o pagamento do débito existente entre a Embraer e a 4D. Lembra-se que não era um valor alto, acredita que USD 100 mil e tomou essa referência como uma brincadeira, pois negociaram o aditivo e não tiveram nenhum problema com os passaportes.” Outro elemento acostado aos autos que merece atenção é a mensagem eletrônica enviada por A.C. a E.A.F.F. em que, ao encaminhar o comprovante de transferência à 4D, afirma “aí vai seu salvo-conduto. Boa viagem aos 2 (...)”. Por fim, L.A.L.F. envia, quase um mês depois, mensagem eletrônica a A.C. na qual afirma “cooperei para sair o pagto em razão da situação que o [E.A.F.F.] e o [R.M.B.] estavam passando na RD.” (fl. 256).

Conteúdo da mensagem: “Não vou emitir qualquer PO sem autorização da minha liderança. Este assunto estava pendente com a minha supervisora [F] que saiu de férias esta semana e não me informou sobre o assunto. Sugiro que verifique com o meu gerente. Qualquer dúvida estou a disposição.”

De: L.A.L.F.

Para: A.C.

CC: E.A.F.F.

Enviado em: 5/5/2009 16:47

Assunto: Criação PO para 4D Business Group

Conteúdo da mensagem: [A.C.], veja que estamos sem apoio e sem os meios para emitir PO requerida para pagamento de certas obrigações contratuais assumidas. Não temos perfil no SAP e a **área que nos apoiava aparentemente não está mais** com a disposição para tal. Peço sua ajuda. Abs”.

De: A.C.

Para: M.C.M.S.

CC: L.A.L.F., E.A.F.F.

Enviado em: 11/5/2009 11:36

Assunto: República Dominicana - Criação PO para 4D Business Group.

Conteúdo da mensagem: “Caro [M.M.M.S.], por favor veja abaixo que existe uma solicitação de emissão de PO para a empresa 4D business Group sem cumprimento até esta data. A emissão da PO foi aprovada pelo diretor de Contratos e Programas Defesa - S.H. - em 23 de abril. No meu entender, o processo deveria ser robusto o suficiente para que questões internas à administração de pessoal de Suprimentos, como essa colocada pelo [J.V.R.] (férias da supervisora F.) de forma tão incisiva e direta, gerencial para emitir essa PO e aparentemente ele não pode fazer a verificação ele mesmo diretamente com você, peço que você o oriente a emitir a PO o quanto antes pois temos um compromisso com o Financeiro que não estamos cumprindo.”

De: M.C.M.S.

Para: A.C.

CC: L.A.L.F., E.A.F.F., N.J.S.

Enviado em: 11/5/2009 01:44 PM

Assunto: República Dominicana - Criação PO para 4D Business Group
Conteúdo da mensagem: “[A.C.], esta PO será emitida pela área do [N.J.S.], Compras Indiretas. Ação ecessária (SIC): planejamento defesa utilizar a SS para emitir RC (requisição de compras) ao grupo de compras 165. A PO será então colocada para atender esta requisição”.

De: M.B.

Para: L.A.L.F.

Enviado em: 15/05/2009

Assunto: República Dominicana - Criação PO para 4D Business Group

Conteúdo da mensagem: “Caro [L.A.L.F.], considerando que o serviço já foi prestado, a GPI fará somente a regularização do processo através de emissão de PO 165. (...)”

De: L.A.L.F.

Para: A.C.

Enviado em: 15/5/2009 19:49

Assunto: República Dominicana - Criação PO para 4D Business Group.

Conteúdo da mensagem: “Caro [A.C.], cooperei para sair o pagto em razão da situação que o [E.A.F.F.] e o IR..M.B] estavam passando na RD. Porem, por razões de foro íntimo gostaria de estar fora deste processo da RD. Sei como será o processo interno para a criação da PO e as possíveis consequências de ter que fazer certas declarações sem a devida solidez. Peço para conversarmos a respeito”. (fls. 256-261).

54. Quanto aos valores prometidos às demais sociedades apontadas pelo Cel. P., a acusação sustenta que não puderam ser efetuados, em razão de “*entraves diversos originados nos controles internos da Companhia, em especial a impossibilidade de realizarem contratos de agenciamento na venda de aviões para a República Dominicana após a Transação ter sido efetivada*” (fl. 516).

55. Diante disso, segundo a acusação, encontrou-se como alternativa a inclusão dissimulada dos pagamentos em um contrato de representação celebrado com a Globaltix, representada por E.S.¹¹⁶, para uma campanha da Embraer de vendas de

116 A atuação de E.S. como representante da Globaltix é evidenciada pela procuração a ele outorgada por instrumento público, conferindo-lhe amplos poderes para atuar em nome da referida sociedade, sediada no Uruguai (fls. 300). Também restou comprovado nos autos que o processo de contratação da Globaltix passou por certas dificuldades devido aos controles internos da Companhia - uma vez que a sociedade mantinha em seu quadro societário pessoas

aviões Super Tucanos na Jordânia. Devido às pressões constantes do Cel. P. para que os desembolsos fossem prontamente efetuados¹¹⁷, E.S. foi designado para fazer a interlocução direta com o coronel sobre o assunto¹¹⁸.

56. A atuação de E.S. junto ao Cel. P. pode ser comprovada pelas mensagens eletrônicas abaixo. Salta aos olhos que, apesar de E.S. ter sido contratado para atuar na campanha referente a vendas de aviões na Jordânia, ele é apresentado, por intermédio de um funcionário da Embraer, ao Cel. P. da República Dominicana, que, evidentemente, não tinha relação alguma com aquele outro país.

De: E.M.

Para: E.S.

Enviado em: 5/11/2009 20:06

Assunto: Contato na RD

Conteúdo da mensagem: “[E.S.], A pessoa para contato na RD é o [Cel. P.]. Na RD um militar pode se afastar e voltar tempos depois na posição de carreira em que ele se afastou. Ele é um coronel da FAD mas colega de turma de Generais 4 estrelas. (...) Foi designado para fazer a interface entre nós e os dois grupos envolvidos do lado de lá. Melhor eu te passar mais detalhes por telefone.”

De: E.M.

Para: E.S.

Enviado em: 6.11.2009 20:23

Assunto: Contato na RD

de reputação incerta, envolvidas em crimes diversos (v. mensagens eletrônicas acostadas às fls. 516-518) - até ter sido finalmente celebrado em 12.3.2010, conforme fls. 344-359.

117 No decorrer do processo de contratação da Globaltix, Cel. P. constantemente questionava funcionários da Embraer do setor de Defesa acerca do andamento dos “temas tratados no Brasil”, conforme se vê na seguinte mensagem eletrônica enviada por Cel. P. a E.M., em 16.12.2009, na qual afirma “(...) nuestro ministro desea que nos comuniquemos para tratar fechas sobre los temas tratados em S.P. Creo que para eso urge que nuestro contacto me diga. Por favor a nuestro contacto que me llame o tu lo llamas para que me informes” ao que E.M. responde “Hablé con [E.S.] que me confirmo que el proceso esta avanzando em el ritmo posible. El te va a llamar para dar más detalles y hablar de fechas.” (fls. 316317). Do mesmo modo, a mensagem por ele enviada em 30.12.2009 em que reitera “(...) aun estamos el ministro y yo en espera de la llamada de cortesía del contacto informandonos sobre el estatus de los temas tratados em Brasil”, ao que E.M. responde “(...) las cosas seran arregladas. Cuestion de tiempo.” (fls. 319-320)

118 Após o envio de mensagem eletrônica por Cel.P. a E.A.F.F. cobrando o restante dos pagamentos (“apremia una respuesta cuanto antes sobre los acuerdos y arquitectura pendiente. Apreciaria que me dejaras saber sobre el curso de accion. Todos, todos... entienden que se debe producir uma respuesta.”) este encaminha a mensagem aos demais funcionários da Embraer envolvidos afirmando “estivemos na RD há um mês, quando acalmamos a situação com ações emergenciais. Penso que realmente ganhamos um tempo precioso para que a EMBRAER pudesse resolver a questão, no entanto, após um mês (salvo melhor juízo) o processo não andou internamente. Não sei como responder mais às cobranças advindas da RD, desta forma solicito que um novo interlocutor que tenha informações sobre o tema assuma tal responsabilidade”. (fls. 265-266).

Conteúdo da mensagem: “Também passo o celular dele que, apesar de não ser tão seguro, serve para poder marcar um horário para falar no outro telefone. +1809722632. Seria importante um primeiro contato asap para acalmar o pessoal.”

De: E.S.

Para: E.M.

Enviado em: 7/11/2009 22:47

Assunto: Contato na RD

Conteúdo da mensagem: “Vou fazer-lo na raça, apesar de não ver na EMB. ninguém com muita pressa de resolver-lo (papelada com [A.C.] e jurídico).”

* * *

De: Cel. P.

Para: E.M.

Enviado em: 16/11/2009 16:39

Assunto: Elio

Conteúdo da mensagem: “Estimado [E.M.]: He conversado com [E.S.] e me da gusto que haja personas tan dispuesta a cooperar. Sin embargo debo decirte que despues de hablar con el he recibido uma llamada em la cual me dicen que tenemos como limite ultimo para efectivizar al menos la primera operacion antes de que finalize este mes sin excusas. Espero que lo entiendan”. (fls. 287-292).

57. Quanto a esse ponto, a defesa de Orlando passa ao longo de diversas páginas na tentativa de demonstrar a efetiva atuação de E.S. junto à campanha de vendas de Super Tucanos na Jordânia, principalmente, discorrendo acerca das razões pelas quais a sua contratação era fundamental para o sucesso da campanha. Com isso, procura - nas suas palavras - derrubar a tese da acusação “*de que a contratação de [E.S.] teria sido engendrada unicamente para viabilizar o repasse de pagamentos ilícitos a membros do governo da República Dominicana*” (fls. 651).

58. É bem verdade que a acusação ora admite que a “*Embraer efetivamente estava em negociação com a Jordânia, ora aponta que “foi vislumbrada a possibilidade de celebrar um contrato de agenciamento com a empresa Globaltix (...) como se a prestação de serviços se desse para a venda de aviões para a Jordânia*”. (fls. 515-516).

59. Ocorre que, ao analisar as provas acostadas aos autos, não me parece, por um lado, que os indícios sejam suficientes para lançar dúvidas quanto à efetiva contratação de E.S., por intermédio da Globaltix, para atuar na campanha de vendas de

Super Tucanos da Embraer à Força Aérea da Jordânia. Pelo contrário, há diversas mensagens eletrônicas que apontam no sentido de que E.S. estava, de fato, em contato com as autoridades da Jordânia em prol da campanha de vendas da Companhia.

60. Por outro lado, os elementos constantes dos autos demonstram que, na contratação da Globaltix, foram embutidos os pagamentos devidos às sociedades sediadas na República Dominicana. Diante disso, embora concorde com a linha de argumentação da defesa no sentido de que E.S. efetivamente atuou junto às autoridades da Jordânia com o intuito de promover a alienação das aeronaves da Embraer, tal questão não me parece ter relevância para a conclusão quanto à inclusão dos pagamentos dissimulados naquele contrato.

61. Em linha com a acusação, encontram-se nos autos diversas provas de que os pagamentos às demais sociedades indicadas pelo Cel. P. foram, de fato, incluídas de maneira disfarçada no contrato com a Globaltix. É o que se depreende da correspondência eletrônica abaixo transcrita, ocorrida entre funcionários do setor de Defesa da Embraer:

De: A.C.

Para: Orlando Ferreira Neto

Enviado em: 30/9/2009 5:45PM

Assunto: RD

Conteúdo da mensagem “falei com [E.M.], aparentemente temos um loop completo: após ter conversado com [F.R.] e aguiar, ele aguarda instruções do que fazer. A última sugestão de solução foi inclusão em outro negócio, envolvendo um terceiro (daí surgiu o nome do primo¹¹⁹). Aguiar parece não ter gostado da sugestão. aí parou de novo.” (fl. 282).

* * *

De: A.C.

Para: Orlando Ferreira Neto

Enviado em: 3/2/2010 1:44

Assunto: J

Conteúdo da mensagem: ”Falei com [F.R.] hoje sobre a ideia de fazer 2 contratos. Ele não aprovou, acha que não para em pé contratar a mesma empresa

119. Segundo a acusação, “primo” seria uma referência a E.S.

para fazer basicamente a mesma coisa em 2 contratos separados, além de um contrato para serviços (estudo de mercado, etc) ter custo de remessa elevado (40%). Ele recomenda fazer um soh, como pensamos inicialmente, com uma clausula adicional sobre a validade da segunda parte estar condicionada a não existencia de restricoes sobre a lei local. Mandeí mail para o [E.S.] reportando a dificuldade e informando que estamos buscando solucionar via redações alternativas, tudo isso fechando antes do Carnaval. Ele respondeu tao babacamente como de costume, mas ficou claro que ele conhece o problema (talvez via [R.B.], não sei). Vou redigir e fechar com o [F.R.] ateh quarta que vem. By the way, mesmo depois de 500 mil revisoes da base de custos, podas e economias, o preco dos ST Jordania estah +- USD1,5m acima do target. Não tem mais de onde tirar e não tem 1 centavo de gordura para negociação. Jah sugeri ao [F.T.] que converse com [A.L.A.P.] e [R.B.] para pedir que negociem a reducao para 6%, mas acho que parou nele, vou falar com o [A.L.A.P.] amanha. Conversei com o [E.M.] e o credor dele esta no Brasil esta semana. Eles se conversaram e algo tem que acontecer em 2 semanas, ou o [E.M.] vai ter que dar as caras por la para dar explicações.”

De: Orlando Ferreira Neto Para: A.C.

CC: [A.L.A.P.]

Enviado em: 3/2/2010 2:10

Assunto: J¹²⁰

Conteúdo da mensagem: “Okay, concordo com o approach de FR. Vamos em frente pra limparmos a questão. Com isso resolvemos 100% da engroinha explicita que herdamos. [A.L.A.P.] e [A.C.]: botem o [E.M.] no circuito se necessario. Ele tem de estar na frente da relação com o outro lado, por definição!!! Quanto ao ST, qual o preço que se está cobrando? O que tem de diferente dos demais?” (fls. 321-322)

62. Nota-se, a partir da primeira mensagem, a estratégia de incluir os pagamentos referentes à República Dominicana - RD em outro negócio. Por sua vez, a segunda cadeia de e-mails denota a ideia aventada de celebrar dois contratos de prestação de serviços no âmbito da campanha de vendas na Jordânia - barrada em razão dos controles internos da Companhia -, dando a entender que os pagamentos às sociedades apontadas por Cel. P. seriam amparados por um contrato, enquanto a comissão de vendas pelo serviço da Globaltix na campanha da Jordânia seria amparada por outro.

63. Ainda nessa troca de mensagens, dois pontos merecem ser destacados. O primeiro é a preocupação quanto à redução da comissão de vendas (“redução para 6%”) para que a totalidade dos pagamentos coubesse no *target* previsto, ou seja, para que o valor das comissões não destoasse de tal modo que chamasse atenção dos controles

120

Entende-se ser uma alusão à Jordânia.

internos da Companhia.

64. O segundo é a necessidade, assinalada na última mensagem, de E.M., diretor regional de vendas nas Américas do Setor de Defesa à época da alienação dos Super Tucanos à Força Aérea da República Dominicana, estar “à frente da relação com o outro lado, por definição”, quando, supostamente, tratava-se da alienação de aeronaves para a Jordânia. Trata-se, a meu ver, de uma clara indicação de que o contrato com a Globaltix, referente à campanha na Jordânia, estava sendo aproveitado para solucionar a “engronha” que havia sido herdada da venda de aeronaves para a República Dominicana.

65. De outra parte, a dissimulação dos pagamentos em favor das sociedades do Cel. P. é revelada por meio da análise da forma de pagamento da comissão de vendas estipulada no contrato de representação comercial celebrado com a Globaltix, a saber: (a) 8% sobre o preço de alienação de aeronaves especificado no contrato de compra e venda; (b) 8% sobre o preço de sobressalentes, equipamentos adicionais e serviços contratados; (c) valor fixo de US\$ 2,5 milhões, a serem pagos 30 dias após a Globaltix assinar e entregar o contrato de representação comercial; e (d) valor fixo de US\$ 920 mil, a serem pagos 60 dias após a Globaltix assinar e entregar o referido contrato.

66. Ainda de acordo com o ajuste contratual, as duas últimas verbas remuneratórias deveriam ser pagas independentemente da conclusão do contrato de venda de aviões. Nesse sentido, a Cláusula 1ª previa expressamente que o pagamento da comissão de vendas somente seria devido à Globaltix caso o contrato de compra e venda de aeronaves entre a Companhia e a Força Aérea da Jordânia fosse efetivamente celebrado, com exceção justamente dos pagamentos fixos previstos nas cláusulas 6.3 e 6.4 - respectivamente, os US\$ 2,5 milhões e US\$ 920 mil (fl. 347)¹²¹.

67. E, de fato, tal como estipulado, os pagamentos foram efetivados pela Embraer LLC à Globaltix em 22.5.2010 e 22.6.2010, respectivamente, conforme demonstram os comprovantes de transferência bancária acostados aos autos (fls. 380 e 383), muito embora a venda à Força Aérea da Jordânia não tenha se concretizado.

68. Tais aspectos contratuais chamam a atenção por três razões. Primeiro porque a soma das duas verbas remuneratórias corresponde exatamente ao valor que restava devido às duas sociedades indicadas pelo Cel. P. (US\$ 3.420.000,00).

69. Segundo porque não é comum, em contratos de representação comercial, a previsão de comissão fixa, que não seja definida conforme o valor das vendas agenciadas.

121 “1. Globaltix will be entitled to a commission, described in this Authorization, on the Aircraft sales made by Embraer to Buyer, as a consequence of Globaltix's activities in accordance with this Authorization and, except as provided in articles 6.3 and 6.4 herein, only in the event that the purchase agreements are executed by Embraer and Buyer and become effective and fully binding on the parties within the Validity and provided also that Embraer, after being duly paid for such sale, delivers the Aircraft to Buyer in accordance with terms and conditions agreed between Embraer and Buyer in such purchase agreements.”

Nesse sentido, o próprio acusado Orlando Ferreira Neto, em sua defesa, reconhece que as comissões de venda na área de Defesa da Embraer “normalmente era[m] determinada[s] com base no valor da venda” (fl. 643), o que reforça o caráter extravagante da cláusula contratual.

70. Terceiro porque não é comum, nessas relações contratuais, que as comissões sejam pagas antes de concluída a venda e - mais que isso - a despeito da não concretização da venda. Nesse tocante, mostra-se elucidativo o depoimento prestado por um funcionário da Embraer que, à época dos fatos, trabalhava na área de contas a pagar e receber, segundo quem “no caso da Jordânia, houve uma antecipação do pagamento pela representação, pois naquele momento não havia sido concluída a venda. Essa venda, aliás, jamais se concluiu (...), mas ainda assim o valor da representação foi pago. Não é usual pagar um agente de representação antes que as vendas estejam finalizadas.” (fls. 445).

71. Note-se, a propósito, que o arranjo firmado com a Globaltix não observa a legislação brasileira sobre representação comercial, aplicável ao contrato por força de expressa disposição contratual¹²². Com efeito, de acordo com o art. 32, caput e § 4º da Lei nº 4.886, de 1965, “o representante comercial adquire o direito às comissões quando do pagamento dos pedidos ou propostas” e que “as comissões deverão ser calculadas pelo valor total das mercadorias¹²³”.

72. Por outro lado, Orlando Ferreira Neto alega que a estipulação de pagamentos fixos a E.S. teria se dado em decorrência de sua tarefa de neutralizar esforços de vendas feitos por outros concorrentes que se encontravam melhor posicionados do que a Companhia junto às autoridades da Jordânia. Assim, como tal trabalho seria pouco usual, as declarações de funcionários da Embraer de que desconheciam a prática de efetuar pagamentos de comissões antes da efetivação das vendas “partiram do equivocado pressuposto de que a contratação de [E.S.] ter-se-ia dado unicamente para intermediar a venda” quando “foram empreendidos significativos esforços para que as forças aéreas da Jordânia não adquirissem aeronaves de empresas concorrentes” (fls. 652-653).

122 O contrato celebrado com a Globaltix prevê que a comissão será paga de acordo com as leis brasileiras e norte-americanas aplicáveis, de forma proporcional aos montantes recebidos pela Embraer do Comprador, com exceção dos pagamentos fixos previstos nas cláusulas 6.3 e 6.4.

123 Nesse sentido, dispõe a doutrina “o representante adquire o direito de receber a sua remuneração logo que o comprador efetue o pagamento ou à medida que o faça parceladamente, calculadas pelo valor total das mercadorias, conforme resposta do quesito anterior (...) Assim, a comissão deve ser paga sobre o valor total das mercadorias, sem a dedução de impostos ou custos diretos e/ou indiretos, ou ainda, de encargos financeiros de qualquer natureza. Quando se interpreta a Lei 4.886/65, como já referido, há de se ter em mente de que estamos diante de uma lei de caráter social, sobrepondo-se ela, em consequência, sobre os pactos e contratos, apesar de sua natureza contratual. Portanto, qualquer estipulação em sentido contrário ao seu comando legal seria nula de pleno direito”. SADDI, Jairo. Considerações acerca da representação comercial frente ao novo código civil. In: Revista de Direito Mercantil nº 129. São Paulo: Malheiros, 2003, pp. 61-62.

“O pagamento da remuneração fica a depender do pagamento da mercadoria por parte do comprador. Podem, entretanto, as partes convencionar épocas em que serão apuradas as comissões e devidamente pagas”. MARTINS, Fran. Contratos e obrigações comerciais. 16a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 270.

73. Tal argumento, no entanto, não me parece crível diante dos múltiplos e convergentes indícios em sentido oposto, que já foram expostos nos parágrafos acima. É de se notar, ainda, que o contrato de representação comercial celebrado com a Globaltix trata os pagamentos em questão como comissão de vendas sem que, em nenhuma das treze páginas do referido instrumento, haja qualquer menção à tarefa específica de neutralizar os esforços de vendas de eventuais concorrentes.

74. Há ainda, nos autos, outros elementos de prova que confirmam que os pagamentos fixos realizados à Globaltix eram, na verdade, destinados às sociedades indicadas pelo Cel. P. Refiro-me, em primeiro lugar, à mensagem, com aviso de confidencialidade, enviada pelo gerente sênior da área de contratos do Setor de Defesa da Embraer a Orlando Ferreira Neto, identificado pelas suas iniciais O.J.F.N e pela sigla do seu cargo V.P.D (Vice-Presidente de Defesa). Nesta missiva, que segue reproduzida abaixo, é solicitado deste último a sua assinatura nas *invoices* de pagamento à Globaltix acerca da comissão de ST na RD, sendo que, em todas as mensagens eletrônicas acostadas aos autos, tais abreviações são empregadas para designar, respectivamente, Super Tucanos e República Dominicana.

“CONFIDENCIAL

São José dos Campos, 22 de abril de 2010

PARA: VPD (OJFN)

ASSUNTO: Aprovação pagamento comissão de agente

Solicitamos sua assinatura nos documentos anexos referentes a comissão ST RD:

1) Invoice 5561 Globaltix valor de USD 2,500,000.00 vencimento em 22/05/2010

2) Invoice 5562 Globaltix valor de USD 920,000.00 vencimento em 22/06/2010.

Grato,

[A.C.]” (fl. 366).

75. Tal prova documental é mesmo eloquente, haja vista a Globaltix não ter participado da campanha de vendas na República Dominicana, de modo que a única explicação possível consiste em reconhecer que a Globaltix serviu, em realidade, de intermediária para dissimular os pagamentos que haviam sido acertados com o Cel. P.

76. Por fim, faço referência à mensagem eletrônica, transcrita a seguir, enviada por funcionário do setor de Defesa da Embraer a funcionários do setor Financeiro solicitando a programação de pagamentos extraordinários, em 22.5.2010 e 22.6.2010, à Globaltix, referentes à alienação de Super Tucanos na República Dominicana.

De: L.A.L.F.

Para: R.S.

CC: B.J.

Enviado em: 22/4/2010 15:42

Assunto: Comissão de agente - EXTRAORDINARIA

Conteúdo da mensagem “Temos uma programação extraordinária de pagamento de comissão como segue. Favor verificar e informar se é possível fazer dentro dos prazos abaixo:

Agente: GLOBALTIX([E.S.])

Referente: Débito contra Super-Tucanos República Dominicana

Valor 1: US\$ 2,500,000.00 - vencimento 22/05/2010;

Valor 2: US\$ 920,000.00 - vencimento 22/06/2010; Via ERL” (fl. 368).

77. Nesse ponto, o já mencionado funcionário da Embraer da área de contas a pagar declarou que “que havia divergência entre o contrato de representação da Globaltix, referente a uma campanha na Jordânia e o PEP da fatura, que indicava uma campanha na República Dominicana.” (fls. 445).

78. A meu ver, todas as provas já examinadas, que, como visto, incluem a análise de extensa correspondência entre funcionários da Companhia, de depoimentos prestados e do caráter exótico de determinadas cláusulas estipuladas no contrato de representação comercial, levam, seguramente, a uma mesma conclusão, qual seja, a de que as comissões fixas desembolsadas em favor da Globaltix tinham por finalidade viabilizar, de maneira fraudulenta, os pagamentos que haviam sido acertados com as sociedades indicadas pelo Cel. P.

79. Em suma, tudo o que foi exposto acima evidencia que recursos da Embraer foram transferidos em favor do Cel. P. da Força Aérea da República Dominicana, mediante a execução de uma fraude sofisticada, que envolveu a interposição de intermediários - a Globaltix e as sociedades 4D, Ferroboc e Magycorp - e a simulação de despesas falsas - e.g., comissões de venda e consultoria - de maneira a dissimular a finalidade e o beneficiário dos pagamentos e, assim, ludibriar os controles internos da Companhia.

80. Tais pagamentos, frise-se, foram efetivados sem que houvesse qualquer comprovação dos serviços prestados em contrapartida ou da natureza dos serviços que teriam sido supostamente prometidos. Além disso, o oferecimento de vantagens a

um funcionário público estrangeiro, que estava atuando como interlocutor da Companhia em uma campanha de venda de aeronaves, seria certamente visto como um sério indício de corrupção transnacional, como, de fato, ocorreu quando o assunto chegou ao conhecimento do Ministério Pública Federal e das autoridades públicas norte- americanas e dominicanas. Tudo isso explica, a meu ver, os esforços envidados, e extensamente documentados nos autos, para fraudar os controles internos da Companhia e conseguir efetuar os pagamentos à sorrelfa.

IV.2) AUTORIA

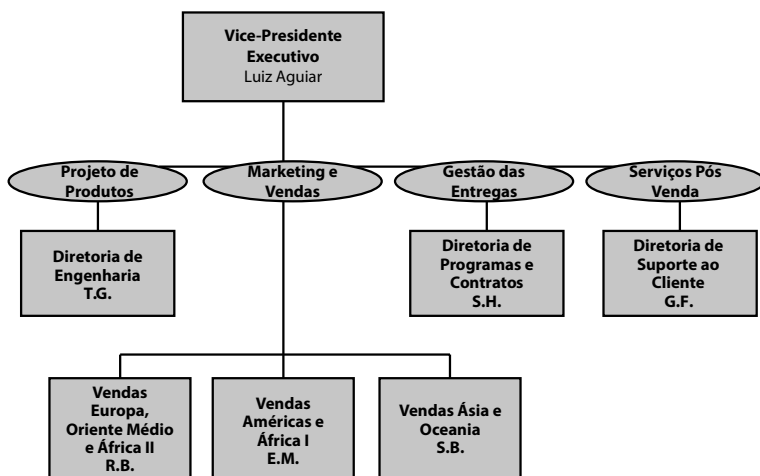
81. Enfim, uma vez demonstrada a materialidade das infrações apontadas pela acusação, cumpre examinar as responsabilidades pessoais dos Acusados.

Luiz Carlos Siqueira Aguiar

82. Como visto, Luiz Aguiar ocupou o cargo de Vice-Presidente para o Mercado de Defesa e Governo da Companhia entre 1.4.2006 e 1.1.2009. Foi durante a sua gestão à frente desse setor da Embraer que transcorreu o processo de venda das oito aeronaves Super Tucanos para a Força Aérea da República Dominicana. As negociações iniciaram-se em 2006 e concluíram-se com a assinatura do contrato principal ao final de 2007 e a aprovação do financiamento concedido pelo BNDES pelo Senado daquele país ao final de 2008.

83. Além disso, segundo as informações contidas nos autos (fls. 639-640), durante a gestão de Luiz Aguiar, a Vice-Presidência para o Mercado de Defesa e Governo era estruturada em quatro áreas que se encontravam subordinadas ao Vice-Presidente: (i) engenharia, (ii) vendas, (iii) entregas e (iv) suporte ao cliente. Enquanto as áreas de engenharia, entregas e suporte ao cliente eram geridas por diretorias (respectivamente, Diretoria de Engenharia, Diretoria de Programas e Contratos e Diretoria de Suporte ao Cliente), a área de vendas era coordenada pelo próprio Vice-Presidente, sendo dividida em três subáreas, conforme a localização do cliente final, a saber, (a) Américas e África do Sul; (b) Europa, África e Oriente Médio; e (c) Ásia e Oceania.

84. Para maior clareza, reproduzo abaixo o organograma da referida Vice- Presidência que prevaleceu até o final do mandato de Luiz Aguiar.



85. Nota-se, portanto, que cabia a Luiz Aguiar coordenar a área comercial junto aos diretores regionais de vendas, os quais, por sua vez, respondiam imediata e diretamente a ele. O Acusado, portanto, era o responsável pela operação de venda de aeronaves para as Forças Aéreas da República Dominicana.

86. Luiz Aguiar, contudo, nega responsabilidade. Afirma, em sua defesa, que, a despeito de ter participado de reuniões com autoridades da República Dominicana para tratar do assunto, na sede da Companhia, não foi responsável pela operação - visto que se tratava de transação de “menor valor” para os padrões da indústria aeronáutica, já que não alcançava US\$ 100 milhões.

87. No entanto, essa versão dos fatos não se mostra convincente. Primeiro, porque a alegação do acusado se afigura contraditória, pois, ao mesmo tempo em que nega responsabilidade pelas negociações, reconhece ter participado de tratativas negociais, em reuniões realizadas com a parte compradora. Segundo, porque não há qualquer prova de que, ao tempo dos fatos, existissem limites de alçada, conforme o valor da operação, que tivessem por efeito atribuir ao diretor regional não estatutário plena autonomia para conduzir a campanha de vendas na República Dominicana. Ao reverso, as informações constantes dos autos levam à conclusão de que tais regras não existiam no estatuto social nem em outro documento interno da Companhia.

88. De mais a mais, encontra-se acostada aos autos correspondência eletrônica mantida entre o diretor regional não estatutário de vendas nas Américas, E.M., e o Acusado, que demonstram que este último acompanhava de perto a evolução das negociações. Assim, em 1º de setembro de 2008, E.M. encaminha a Luiz Aguiar mensagem anteriormente enviada a D.R., funcionária da área de contratos, sobre a necessidade

de preparar um contrato de representação para a campanha da República Dominicana. Ao repassar o e-mail, E.M. informa ao Acusado que “a sessão que deve aprovar o financiamento deverá ser na próxima semana. Eles querem ter o doc de representação assinado antes da sessão. Vou dar início junto ao jurídico. (...) Amanhã vamos viajar juntos e podemos conversar mais” (fls. 166-168).

89. Como se lê no final da mensagem, E.M. menciona que os dois se encontrariam no dia seguinte, quando teriam então a oportunidade de conversar pessoalmente sobre o assunto, o que evidencia, claramente, que Luiz Aguiar tratava ativamente da campanha de vendas com o seu subordinado.

90. Outra evidência do envolvimento direto e pessoal do acusado é encontrada no e-mail que E.M. lhe enviou em 16.9.2008 com o título “RD - Representante”, cujo inteiro teor segue transcrito:

De: E.M.

Para: Luiz Aguiar

Enviado em: 16/9/2008 21:11

Assunto: RD - Representante

Conteúdo da mensagem: “O [Cel. P.] acaba de me ligar junto com o nosso amigo para confirmar que o Senado aprovou o financiamento do Contrato dos ST. Eu preciso que tu peças ao [jurídico] para nos ajudar a encontrar uma solução para o Contrato de representação/consultoria. Segundo a [A] falou para a [B], isto tem que ser falado entre vocês.”

91. Nessa mensagem, como se lê, E.M. relata a Luiz Aguiar que o Senado da República Dominicana tinha aprovado o financiamento da compra das aeronaves e lhe pede ajuda para encontrar uma “solução” junto ao jurídico da Companhia para viabilizar o “Contrato de representação/consultoria”. No mesmo dia, Luiz Aguiar responde “ok” a E.M., dando o seu consentimento ao pedido formulado por seu funcionário (fls. 171).

92. Em suma, encontra-se comprovado nos autos não apenas que o Acusado era o responsável pela campanha de vendas na República Dominicana, em virtude do cargo que ocupava dentro da Companhia, como também que ele acompanhava de perto as negociações, interagindo com o diretor regional não estatutário de vendas nas Américas E.M., que, por ser o seu subordinado direto, agia sob suas ordens.

93. A esse respeito, cumpre destacar outro ponto importante da correspondência trocada entre o acusado e o seu subordinado E.M. nos dias 1º e 16 de setembro de 2009. Como já exposto, ambos tratam nessas mensagens da necessidade de firmar um contrato de representação com os seus interlocutores na República Dominicana.

Ocorre que, como já examinado neste voto,¹²⁴ encontrava-se em vigor na Embraer uma política interna que proibia a celebração de representação após a conclusão do negócio principal.

94. A razão de tal vedação parece-me intuitiva, pois, tendo a representação por objeto o agenciamento de negócios, a sua celebração deveria preceder o negócio que se busca intermediar. Realizada nessas circunstâncias, a representação poderia prestar-se a dissimular pagamentos de outra natureza, possivelmente ilícita.

95. No entanto, o que se verifica nas mensagens eletrônicas acima mencionadas é o relato feito sem constrangimento pelo diretor regional de vendas E.M. ao seu chefe imediato, ora acusado neste processo, de que estava procurando celebrar um suposto contrato de representação com o Cel. P da República Dominicana, muito embora o negócio principal, atinente à venda dos Super Tucanos, já estivesse firmado.

96. Causa espécie que um funcionário se sentisse à vontade para informar ao seu superior hierárquico, diretor estatutário da Embraer, que estava cuidando da realização de um contrato flagrantemente conflitante com a política interna em vigor. Também causa perplexidade o pedido despuadorado feito pelo funcionário ao seu chefe para que o ajudasse a encontrar uma “solução” junto ao jurídico da Companhia.

97. Diante disso, era de esperar que o Acusado, cioso das responsabilidades do seu cargo, repreendesse veementemente o seu subordinado e tomasse as providências ao seu alcance para assegurar o pleno cumprimento da política interna da Companhia - que, segundo alega, teria contribuído a criar. No entanto, em momento algum, Luiz Aguiar demonstrou indignação em relação às potenciais irregularidades que se encontravam expostas nas mensagens recebidas. Ao contrário, respondeu afirmativamente ao pedido formulado por seu funcionário, aquiescendo em usar a autoridade do seu cargo para conseguir o apoio do departamento jurídico.

98. Cumpre notar ainda que, diferentemente do email de 1º de setembro que mencionava exclusivamente o contrato de representação, a mensagem enviada por E.M. a Luiz Aguiar em 16 de setembro de 2008 faz referência a “Contrato de representação/ consultoria”.

99. Ora, é curiosa a menção a duas espécies de negócio que, como se sabe, são completamente distintas. Enquanto a atividade de representação comercial envolve a intermediação de negócios mediante o agenciamento de propostas ou pedidos para transmiti-los aos representados, a de consultoria envolve a emissão de orientações e opiniões.

100. Como estavam à frente da campanha de vendas, Luiz Aguiar e E.M. certamente sabiam a real natureza dos serviços supostamente prestados pelo Cel. P., de modo

124

Conforme exposto no item IV.1 deste voto.

que a aparente indefinição sobre o tipo de contrato a ser firmado parece indicar que ambos estavam buscando o enquadramento jurídico que melhor se prestaria a dissimular o acerto feito dos controles internos da Companhia.

101. Tudo isso, em suma, poderia sugerir que Luiz Aguiar tinha conhecimento de que, no curso da campanha de vendas da República Dominicana, haviam sido prometidos pagamentos em favor do Cel. P., bem como estava pessoalmente engajado em encontrar uma “solução” para contornar as regras e os controles internos da Embraer.

102. Nada obstante, devo reconhecer que, apesar de serem indícios relevantes, as mensagens eletrônicas acima relatadas não são suficientes, por si só, para demonstrar, conclusivamente, a participação efetiva do acusado na prática de atos destinados a viabilizar a realização de pagamentos irregulares, tal como sustentado pela acusação.

103. Nesse tocante, o acusado ressalta em sua defesa que, após a referida troca de mensagens, teria se posicionado contra a celebração do contrato de representação. E de fato, a corroborar essa versão dos fatos, não se tem notícia de que, durante a sua gestão à frente da Vice-Presidência para Mercado de Defesa e Governo da Embraer, tenha sido firmada alguma representação ou consultoria com contrapartes da República Dominicana. Tampouco houve nesse período pagamento efetuado em favor do Cel. P. ou de sociedades a ele vinculadas.

104. Embora o acusado tenha acenado com a possibilidade de interceder junto ao jurídico para encontrar uma “solução”, não se tem prova de que tenha, de fato, agido dessa maneira. A troca de mensagens acima relatada não autoriza concluir que ele tenha praticado algum ato concreto destinado a permitir a realização de pagamentos irregulares ao arrepio das políticas e dos controles internos da Companhia.

105. O único ato efetivo do acusado, de que se tem notícia, é a assinatura, em 12.3.2010, quando já ocupava a Vice-Presidência Executiva Financeira e de Relações com Investidores, dos documentos “*Authorization to Promote Sales of Embraer Aircraft*” e da “*Supplementary Provisions to our Reference Letter*” (fls. 347-359), que autorizaram a contratação da Globaltix para atuar como representante comercial na campanha de vendas da Jordânia. Como já visto, esse negócio foi aproveitado para dissimular o repasse de recursos para as sociedades vinculadas ao Cel. P.

106. Embora seja mais um indício do envolvimento do acusado nas irregularidades apuradas neste processo, a defesa argumenta que o simples fato de ele ter apostado sua assinatura nos referidos documentos não permite inferir que ele tinha conhecimento das irregularidades relacionadas à contratação da Globaltix. Segundo a defesa, tal indício deveria ser sopesado com contraindícios que demonstrariam, em sentido diverso, que o acusado agiu de boa-fé, acreditando na regularidade da sua conduta.

107. O primeiro contraindício é o período transcorrido entre a saída do acusado da

Vice-Presidência Executiva para Mercado de Defesa e Governo da Embraer, em dezembro de 2008, e a assinatura dos referidos atos, em março de 2010. Nesse tocante, o acusado argumenta que, após a sua transferência para a Vice-Presidência Executiva Financeira e de Relações com Investidores, não havia mais por atribuição atuar nas campanhas de vendas de aeronaves, tendo, assim, permanecido alheio ao esquema que havia sido montado dentro da Companhia para proporcionar vantagens indevidas ao Cel. P da República Dominicana. Ademais, a análise das provas dos autos demonstraria que a troca de e-mails entre funcionários da Companhia tratando dos pagamentos irregulares se intensificou a partir de fevereiro de 2009, quando ele já não integrava a Vice-Presidência Executiva para Mercado de Defesa e Governo.

108.O segundo é que, na qualidade de Vice-Presidente Executivo Financeiro e de Relações com Investidores, não lhe cabia avaliar a escolha dos prestadores de serviços nem as condições contratuais estipuladas. Competia-lhe, em vez disso, verificar a regularidade do procedimento interno observado para a contratação da Globaltix, tendo em vista a regra então existente que condicionava a utilização de representantes comerciais ao preenchimento de determinadas condições que se encontravam explicitadas em um checklist.

109.Desse modo, antes de subscrever os referidos documentos, Luiz Aguiar teria verificado o cumprimento de todas as condições, inclusive a aprovação prévia da contratação pelo Diretor da área solicitante, o responsável pela administração financeira, o Vice-Presidente da área solicitante e o Vice-Presidente Executivo Jurídico.

110. Assim, considerando que o processo de contratação havia respeitado as regras internas da Companhia e confiando no aval conferido pelos cinco profissionais de diferentes áreas da Companhia, Luiz Aguiar teria assinado os documentos de boa-fé, acreditando na lisura da operação.

111. Por fim, a defesa ressalta que não havia nos aludidos documentos nenhum aspecto atípico que pudesse representar um sinal de alerta quanto à possível ocorrência de irregularidades na contratação da Globaltix. Ao contrário, segundo o alegado, o acusado, em razão da sua experiência pregressa, sabia que a Jordânia era um mercado em potencial para a venda de aeronaves Super Tucano e que a representação de um representante poderia ser necessária para superar barreiras locais de ordem comercial e cultural. Também tinha conhecimento de que a Globaltix já havia sido utilizada em outras campanhas de vendas da Embraer, de modo que a sua contratação na Jordânia não apresentava nada de anormal.

112. Em suma, examinados os argumentos apresentados pela defesa, devo reconhecer que há diversas circunstâncias a indicar que, no caso em apreço, Luiz Aguiar pode ter assinado os documentos que autorizaram a contratação da Globaltix sem ter conhecimento de que as comissões estipuladas em favor desta última escamoteavam o repasse irregular de recursos em favor de sociedades vinculadas ao Cel. P.

113. Embora, como já exposto, o acordo firmado com Globaltix previsse o pagamento de comissões fixas, o que era pouco usual para contratos da espécie, não me parece que esse fato, por si só, possa ser considerado um sinal de alerta, que deveria ter levado o acusado a suspeitar de que o negócio se prestava a dissimular algum ilícito. Afinal, a contratação já havia sido previamente examinada e aprovada em diferentes instâncias da Companhia, gerando, assim, uma regularidade, ao menos, aparente, na qual o acusado poderia legitimamente confiar. Ademais, parece-me consistente, com as funções inerentes ao cargo de Vice-Presidente Executivo Financeiro e de Relações com Investidores, o argumento de que não lhe competia avaliar substancialmente o conteúdo do ajuste contratual.

114. Em vista disso, cabia à acusação se desincumbir do ônus de demonstrar que, apesar da aparente regularidade do processo de contratação da Globaltix, Luiz Aguiar tinha conhecimento de que o negócio estava sendo utilizado para viabilizar, dissimuladamente, o repasse de recursos para as sociedades vinculadas ao Cel. P. Desse modo, restaria estabelecida a sua efetiva participação no esquema fraudulento que havia sido montado dentro da Companhia.

115. No entanto, a única prova que a acusação logrou apresentar nessa direção é a mensagem eletrônica enviada por A.C., gerente de contratos do setor de Defesa, a Orlando Ferreira Neto, em 30.9.2009, que segue transcrita:

De: A.C.

Para: Orlando Ferreira Neto

Enviado em: 30/9/2009 5:45PM

Assunto: RD

Conteúdo da mensagem “falei com [E.M.], aparentemente temos um loop completo: após ter conversado com [F.R.] e aguiar, ele aguarda instruções do que fazer. A última sugestão de solução foi inclusão em outro negócio, envolvendo um terceiro (daí surgiu o nome do primo). Aguiar parece não ter gostado da sugestão. aí parou de novo.” (fl. 282).

116. Como se lê, A.C. menciona que Luiz Aguiar teria conversado com outros funcionários da Companhia para discutir a forma pela qual se daria a realização dos pagamentos. Na ocasião, teriasidoaventadaapossibilidadedeincluir-losem “outro negócio, envolvendo um terceiro” identificado como “primo”, termo utilizado em referência a E.S.,¹²⁵

¹²⁵ Como se vê da correspondência eletrônica mantida entre funcionários e executivos da Embraer constante dos autos. A título de exemplo, pode-se mencionar o e-mail enviado por E.S. a Orlando Ferreira Neto tratando sobre a campanha da Jordânia em 16.2.2010, ao que Orlando encaminha a referida mensagem a A.L.A.P., diretor global de vendas, por meio do qual afirma “Não posso ficar neste processo: é tudo que o [E.S.] quer - ficar pendurado diretamente em mim pode ser mais legal, mas isto vai acabar me matando e corremos o risco de eu virar gargalo no processo (...). Aonde está o [R.B.] neste processo? Por favor, apropriem-se desta campanha! Cuidado apenas com o andar, pois o santo é de barro (RD)”. Tal mensagem é, então, encaminhada por A.L.A.P. ao diretor regional de vendas do Oriente Médio, R.B., alertando-o “cuidado pois o primo está liderando o processo, não pode ser assim. Entre fortemente no circuito e tome conta. NÃO

que era o representante legal da Globaltix.

117. Ocorre que, nesse tocante, devo concordar com a defesa de que essa mensagem constitui indício deveras frágil para que se possa, a partir dela, fazer inferências válidas. Como já me manifestei em outra sede,¹²⁶ cabe ao julgador tomar especial cuidado ao apreciar mensagens em que terceiros são mencionados, dado o risco de distorção daquilo que está sendo retransmitido. No caso em análise, tal risco assume especial relevância, visto que o remetente se refere a uma conversa da qual não participou, tendo apenas ouvido comentários de quem supostamente estaria presente. Trata-se, assim, de relato de credibilidade duvidosa, vez que colhido indiretamente por quem sequer estaria em condições de confirmar se o diálogo relatado, de fato, ocorreu.

118. Como se sabe, prevalece no âmbito desta Autarquia o entendimento de que

“não é qualquer indício que enseja a condenação, mas a prova indiciária, quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar”¹²⁷. Assim, como já se afirmou, “a existência de contraindícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência.”¹²⁸

119. No caso em apreço, se é verdade que a acusação logrou produzir alguns indícios significativos, que levantam suspeitas sobre a lisura da conduta de Luiz Aguiar, também é verdade que os argumentos e os contraindícios apresentados pela defesa possuem força o bastante para colocar em dúvida a suficiência das provas contidas nos autos.

120. Assim, considerado que há dúvida razoável sobre a configuração da conduta ilícita, entendo que, em homenagem ao princípio da presunção de inocência, Luiz Aguiar deve ser absolvido da acusação de infração ao disposto no art. 154 da Lei das S.A.

Orlando Ferreira Neto

121. Em contrapartida, a participação de Orlando Ferreira Neto no esquema fraudulento montado para viabilizar os pagamentos em favor do Cel. P. encontra-se robustamente comprovada nos autos.

122. Ao tempo em que tais pagamentos foram realizados, o acusado ocupava o cargo de Vice-Presidente Executivo para Mercado de Defesa e Governo da Embraer. Com-

responda ao Orlando. Após sua conversa com o primo, favor me retornar para podermos nos posicionar adequadamente.” (grifou-se) (fl. 323). Funcionários da Embraer tratam E.S. como “primo” em diversas outras mensagens, vide fls. 280-281; 293-294.

126 Declaração de voto apresentada no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/10082 de relatoria do Diretor Gustavo Borba.

127 Voto proferido pela Diretora Norma Parente, no PAS CVM nº 24/00, julg. 18.8.2005.

128 Voto da Diretora Relatora Norma Parente no PAS CVM nº RJ 06/95, julg. 5.5.2005.

pulsando os autos, verifico extensa correspondência eletrônica entre funcionários subordinados do acusado, bem como mensagens trocadas com o Cel. P, tratando dos pagamentos devidos a este último. Dentre elas, vale destacar as seguintes, que demonstram o envolvimento direto do acusado na trama montada para ludibriar os controles internos da Companhia:

De:L.A.L.F.

Para: A.L.A.P. e L.E.Z.F.

Enviado em: 2/2/2009 17:10

Assunto: Fw: Informaciones

Conteúdo da mensagem: “Caros, Conseguiram a definição do Orlando sobre como iremos proceder com a RD, ou seja, dois contratos e o pagto de USD 100K como consultoria, sem contrato? No aguardo.” (fl. 186)

* * *

De: L.A.L.F

Para: A.L.A.P.

CC: S.H., D.R., L.E.Z.F., E.A.F.F.

Enviado em: 16/2/2009 11:34

Assunto: Pagamento USD 100K - 4D Business - Republica Dominicana

Conteúdo da mensagem: Fonseca: “Caro [A.L.A.P], Creio que a [D.R.] deixou para sua aprovação factura de USD 100K para pagto ref. Super-Tucano RD cfe acordado. Amanhã recebo o [Cel. P] da RD e ele certamente vai me cobrar este assunto bem como a assinatura dos acordos de venda para as outras duas empresas. Aguardo sua manifestação.”

De: A.L.A.P.

Para: L.A.L.F.

CC: L.E.Z.F., A.J.P.T.

Enviado em: 16/2/2009 19:38

Assunto: Pagamento USD 100K - 4D Business - Republica Dominicana

Conteúdo da mensagem: “Caro [L.A.L.F.], Conforme havíamos combinado, eu, vc o [A.J.P.T.], [L.E.Z.F.], e fechado com o Orlando, este pagamento deve-

ria sair como Consultoria. Não é o que está na Fatura. Portanto, favor refazer alinhado com o que havíamos decidido. Grato. ”

* * *

De: Cel. P.

Para: E.A.F.F.

Enviado em: 19/5/2009 16:06

Assunto: Hola

Conteúdo da mensagem: “Estimado Eduardo: Espero que esten bien todos. Apremia una respuesta cuanto antes sobre los acuerdos y arquitectura pendiente. Apreciaria que me dejaras saber sobre el curso de accion. Todos, todos... entienden que se debe producir una respuesta. Abrazos.”

De: E.A.F.F.

Para: S.H., A.L.A.P., A.C.

CC: R.M.B.

Enviado em: 21/5/2009 15:27

Assunto: FW: Hola

Conteúdo da mensagem: “Srs., Estivemos na RD há um mês, quando acalmamos a situação com ações emergenciais. Penso que realmente ganhamos um tempo precioso para que a EMBRAER pudesse resolver a questão, no entanto, após um mês (salvo melhor juízo) o processo não andou internamente. Não sei como responder mais às cobranças advindas da RD, desta forma solicito que um novo interlocutor que tenha informações sobre o tema assumam tal responsabilidade. Na escuta e obrigado. ”

De: A.L.A.P.

Para: E.A.F.F.

Enviado em: 21/5/2009 15:56

Assunto: FW: Hola

Conteúdo da mensagem: “[E], Temos uma conversa semana próxima. Devemos ter novidades em 3 semanas após retorno do Orlando. Grato. ”

123. Na primeira mensagem, L.A.L.F., funcionário da área de contratos do setor de Defesa, encaminhou a A.L.A.P., então diretor global de vendas, e a L.E.Z.F., também da área comercial, a cadeia de mensagens trocadas com o Cel. P. acerca dos pagamentos às sociedades por ele indicadas¹²⁹, indagando-lhes se já havia alguma definição de Orlando Ferreira Neto - superior hierárquico dos três - sobre a forma como tais pagamentos seriam efetuados. Tal mensagem aponta, portanto, que a dissimulação da origem de tais pagamentos dependia de definição e autorização prévias de Orlando Ferreira Neto.

124. Por sua vez, a segunda cadeia de mensagens evidencia que Orlando Ferreira Neto havia orientado seus subordinados a dissimular o pagamento à 4D sob a forma de *consultoria*, de modo que o Diretor de Vendas se recusara a aprovar a fatura sem referência ao serviço de consultoria.

125. Finalmente, a terceira cadeia de mensagens, situada em um contexto em que o pagamento à 4D já havia sido efetuado, restando pendentes os pagamentos às demais sociedades, E.A.F.F., funcionário da área de contratos do Setor de Defesa, encaminha ao Diretor de Programas e Contratos, ao Diretor de Vendas e ao gerente de contratos email enviado por Cel. P. cobrando os demais pagamentos. A resposta de A.C., gerente de contratos, reforça a importância da participação de Orlando Ferreira Neto na condução do processo.

126. Além dessas mensagens, há outras que também tratam da viabilização dos pagamentos em que Orlando Ferreira Neto figura como interlocutor:

De: A.C.

Para: Orlando Ferreira Neto

Enviado em: 30/9/2009 5:45PM

Assunto: RD

Conteúdo da mensagem “falei com [E.M.], aparentemente temos um loop completo: após ter conversado com [F.R.] e aguiar, ele aguarda instruções do que fazer. A última sugestão de solução foi inclusão em outro negócio, envolvendo um terceiro (daí surgiu o nome do primo). Aguiar parece nao ter gostado da sugestão. aí parou de novo.” (fl. 282).

* * *

De: Orlando

129

Já transcritas no item 44 deste voto.

Para: F.R..

Enviado em: 16/10/2009 16:51

Assunto: Nossa conversa de ontem

Conteúdo da mensagem: “Alguma luz pra eu poder andar? Temo receber a cobrança de um 4 estrelas a qqr momento.” (fl. 283).

* * *

De: A.C.

Para: Orlando Ferreira Neto

Enviado em: 3/2/2010 1:44

Assunto: J

Conteúdo da mensagem: ” “Falei com [F.R.] hoje sobre a ideia de fazer 2 contratos. Ele não aprovou, acha que não para em pé contratar a mesma empresa para fazer basicamente a mesma coisa em 2 contratos separados, além de um contrato para serviços (estudo de mercado, etc) ter custo de remessa elevado (40%). Ele recomenda fazer um soh, como pensamos inicialmente, com uma clausula adicional sobre a validade da segunda parte estar condicionada a não existencia de restricoes sobre a lei local. Mandeí mail para o [E.S.] reportando a dificuldade e informando que estamos buscando solucionar via redações alternativas, tudo isso fechando antes do Carnaval. Ele respondeu tao babacamente como de costume, mas ficou claro que ele conhece o problema (talvez via [R.B.], não sei). Vou redigir e fechar com o [F.R.] ateh quarta que vem. By the way, mesmo depois de 500 mil revisoes da base de custos, podas e economias, o preco dos ST Jordania estah +- USD1,5m acima do target. Não tem mais de onde tirar e não tem 1 centavo de gordura para negociação. Jah sugeri ao [F] que converse com [A.L.A.P.] e [R.B.] para pedir que negociem a reducao para 6%, mas acho que parou nele, vou falar com o [A.L.A.P.] amanha. Conversei com o [E.M.] e o credor dele esta no Brasil esta semana. Eles se conversaram e algo tem que acontecer em 2 semanas, ou o o [E.M.] vai ter que dar as caras por la para dar explicações.” (fls. 321-322)

De: Orlando

Para: A.C.

CC: A.L.A.P.

Enviado em: 3/2/2010 2:10

Assunto: J

Conteúdo da mensagem: “Okay, concordo com o approach de FR. Vamos em frente pra limparmos a questão. Com isso resolvemos 100% da engronha explícita que herdamos. [A.L.A.P.] e [A.C.]: botem o [E.M.] no circuito se necessario. Ele tem de estar na frente da relação com o outro lado, por definição!!! Quanto ao ST, qual o preço que se está cobrando? O que tem de diferente dos demais?”

127. Tais mensagens, em que Orlando Ferreira Neto figura como interlocutor, comprovam cabalmente sua participação no esquema montado para ludibriar os controles internos da Companhia e viabilizar a realização dos pagamentos em favor do Cel. P.

128. A primeira mensagem indica não apenas que o Acusado mantinha conversas com seu subordinado A.C., gerente de contratos, acerca do andamento dos pagamentos, como que estava ciente da estratégia de incluí-los em outro negócio do qual E.S. faria parte. Por sua vez, a segunda mensagem demonstra a preocupação do Acusado de ser cobrado por um “[general] 4 estrelas”, o qual, diante do contexto, permite a conclusão de que estaria se referindo à possível exigência dos pagamentos que haviam sido prometidos.

129. Por último, a terceira cadeia de mensagens intitulada “J” - segundo a acusação, uma referência à Jordânia - evidencia a dificuldade enfrentada, em razão dos controles internos da Companhia, pelo gerente de contratos quanto ao melhor arranjo contratual que permitisse a contratação de E.S. e viabilizasse a efetivação dos pagamentos. A referência por A.C., na mesma mensagem em que trata da Jordânia, a uma conversa havida com E.M. na qual este haveria informado que estaria em breve com “seu credor” reforça a tese da acusação de que estavam tratando sobre os pagamentos relacionados à República Dominicana.

130. A resposta de Orlando Ferreira Neto aos problemas e soluções apontados pelo gerente de contratos chama ainda mais atenção. Com efeito, o acusado revela sua ânsia de “limpar a questão” e “resolver a engronha explícita” que haveria “herdado”. Ademais, destaca a necessidade de colocar E.M. - diretor regional não estatutário de vendas nas Américas à época da transação com a Força Aérea de República Dominicana, que mantinha interações com Cel. P. - “no circuito”, visto que ele deveria “estar à frente da relação com o outro lado por definição”.

131. Transcrevo, ainda, a última mensagem apontada pela acusação que, a meu ver, também merece destaque. Ao receber uma mensagem diretamente de E.S., intitulada “J”, Orlando Ferreira Neto denota sua preocupação ao diretor global de vendas, encaminhando-lhe a referida mensagem com o seguinte alerta:

“Não posso ficar neste processo: é tudo que o [E.S.] quer- ficar pendurado diretamente a mim pode ser mais legal, mas isto vai acabar me matando e corremos o risco de eu virar gargalo no processo; além disso, ficamos todos expostos, sem a devida proteção à palavra final minha nas transações (pois, na prática, eu estou na linha de frente...). Aonde está o [diretor regional de vendas no Oriente Médio] neste processo? Por favor apropriem-se desta campanha! Cuidado apenas com o andor, pois o santo é de barro (RD)”(fl. 323).

132. Parece-me claro, portanto, que o Acusado, ciente da situação envolvendo a contratação de E.S., por intermédio da Globaltix, tentava evitar o contato direto entre eles. O alerta feito ao diretor global de vendas com a referência à RD - República Dominicana - é mais um elemento que indica sua participação na dissimulação dos pagamentos.

133. Além de todas essas evidências, Orlando Ferreira Neto foi, ainda, o responsável por firmar, em 12.3.2010, na qualidade de Vice-Presidente para Mercado de Defesa e Governo da Embraer, o formulário de Contratação de Representante Comercial (fl. 344) autorizando a Globaltix a atuar como representante comercial da Companhia perante a Força Aérea da Jordânia e, permitindo, assim, a dissimulação dos pagamentos ajustados com o Cel. P, em detrimento dos controles internos da Companhia.

134. No mesmo dia, após a assinatura do contrato de representação comercial, A.C., gerente de contratos, comunica ao Acusado, por correio eletrônico, com cópia ao Diretor Global de Vendas, *“processo concluído com as soluções necessárias, contrato assinado e entregue ao [E.S.] hoje à tarde”, ao que Orlando Ferreira Neto responde “let’s then pray for the Lord. Importante: apurrinhar do [E.M.] pra concluir, e ficar atento a gracinhas junto ao cliente original.”* (fl. 361). Cuida-se, evidentemente, de mais um indicativo de sua atuação ativa no referido processo.

135. Por fim, o último elemento relevante para comprovar a participação de Orlando Ferreira Neto para a realização dissimulada dos pagamentos é a carta que lhe é enviada por A.C., pouco mais de um mês depois da assinatura do contrato de representação comercial com a Globaltix, a qual continha aviso de confidencialidade - já reproduzida no item 74 deste voto. Por meio daquele expediente, A.C. solicita a assinatura de Orlando Ferreira Neto nos *invoices* referentes aos pagamentos de US\$ 2,5 milhões e US\$ 920 mil à Globaltix. Salta aos olhos, no entanto, que A.C. afirma que tais pagamentos eram referentes à comissão de venda de Super Tucanos na República Dominicana¹³⁰.

136. Assim, por todo o exposto, e a despeito do que sustenta a defesa, entendo que restou devidamente comprovada a atuação de Orlando Ferreira Neto a fim de viabilizar a realização dissimulada de pagamentos, sob a forma de consultoria e representação comercial.

¹³⁰ Como exposto no item 74, a referida carta utiliza iniciais a partir das quais se pode inferir que se trata de Orlando José Ferreira Neto (O.J.F.N.), Vice-Presidente de Defesa (VDP), Super Tucanos da República Dominicana (ST RD).

V. CONCLUSÃO

137. Passo, enfim, à conclusão do meu voto. Conforme demonstrado neste processo, Orlando Ferreira Neto, diretor estatutário da Embraer, participou da trama montada para viabilizar, mediante fraude sofisticada, o desembolso de recursos da Companhia em favor de sociedades vinculadas ao Cel. P. da Força Aérea da República Dominicana.

138. O estratagema engendrado envolveu a interposição de intermediários - Global-tix e sociedades 4D, Ferroboc e Magycorp - bem como a simulação de despesas falsas - e.g., comissões de venda e consultoria - de maneira a ludibriar os controles internos da Companhia. O acusado contribuiu efetivamente para que os pagamentos fossem realizados de tal modo que não seria conhecida a real natureza dos serviços supostamente contratados e tampouco revelada a verdadeira identidade dos beneficiários. Para tanto, valeu-se da autoridade hierárquica e das prerrogativas de seu cargo, assinando documentos e autorizações administrativas, bem como movimentando número considerável de funcionários da Companhia, que, por serem seus subordinados, agiam sob suas ordens.

139. Desse modo, Orlando Ferreira Neto orientou, deliberadamente, os recursos humanos e financeiros que estavam sob seu poder para que ocorressem pagamentos fraudulentos, que, de outro modo, seriam reprovados pelos controles de integridade da Companhia. Agiu em evidente desvio de finalidade, buscando, por meio de suas ações, resultados totalmente estranhos ao interesse social.

140. Resta, assim, caracterizada a infração ao disposto no art. 154, caput, da Lei nº 6.404/1976, segundo o qual

“o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa”.

141. Não assiste razão ao acusado quando alega que eventual condenação por infração ao referido normativo levaria à ampliação do conceito de desvio de finalidade até então aplicado pela CVM, que, segundo afirma, se restringiria aos casos em que o administrador (ou o grupo de acionistas que o elegeu) possuía interesse pessoal no ato praticado.

142. Em realidade, não é esse o entendimento que vem sendo adotado pela CVM, conforme é possível verificar em diferentes decisões proferidas por este Colegiado¹³¹. E a meu ver, a leitura do art. 154, caput, desautoriza essa interpretação, pois que, em parte alguma, refere-se ao interesse do administrador ou do quem o tenha elegido. A sua

¹³¹ PAS CVM nº RJ2011/5211, de minha relatoria, j. em 1.7.2015; PAS CVM RJ2013/6183, também de minha relatoria, j. em 22.11.2016; PAS CVM nº 03/96, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 8.7.2004.

natureza é distinta assim como o seu alcance, vinculando o exercício das atribuições do cargo à perseguição do interesse social, e proibindo, dessa maneira, o administrador de se valer da posição que ocupa dentro da empresa para buscar outra finalidade¹³².

143. Em definitivo, o desvio de finalidade, de que trata o art. 154, não pressupõe que esteja presente interesse pessoal do administrador ou de quem o elegeu. Independentemente dessa circunstância, age com desvio de poder o administrador que desvirtua as atribuições do seu cargo para lograr fim estranho ao da companhia.

144. E nesse tocante, como já exposto, não pairam dúvidas de que Orlando Ferreira Neto se afastou do interesse social quando se valeu dos poderes que tinha dentro da Embraer para viabilizar pagamentos que, se não fosse pela fraude perpetrada, seriam reprovados pelos controles internos da Companhia. Há nisto flagrante desvio de finalidade, em infração ao disposto no aludido art. 154.

145. Também não me parece pertinente examinar a conduta do acusado sob a ótica do art. 153 da Lei das S.A. como quer a defesa, pois que as irregularidades cometidas vão muito além da falta de diligência. A conclusão a que se chega, lastreada nas provas dos autos, é que Orlando Ferreira Neto agiu com inegável má-fé, aproveitando a autoridade hierárquica de que gozava para colocar em marcha uma fraude capaz de ludibriar os controles de integridade da Companhia.

146. Se os pagamentos realizados ao Cel. P, funcionário público estrangeiro, também configuram crime de corrupção, esta é uma questão que cabe apenas ao Judiciário decidir. Mas, independentemente da resposta, resta claro que o acusado não agiu de acordo com o padrão de conduta que lhe impunha a Lei das S.A. Afinal, não se admite que diretores estatutários ajam dolosamente para burlar os controles internos e, assim, viabilizar pagamentos em favor de terceiros que não estariam em conformidade com as políticas de integridade da companhia.

147. Em razão disso tudo, posso afirmar, sem assombro, que a conduta de Orlando Ferreira Neto foi absolutamente incompatível com a probidade e a lisura que se espera do administrador de companhia aberta.

148. Além disso, os seus atos, uma vez revelados à luz do sol, tiveram sérias consequências para a Companhia, que se viu no epicentro de um escândalo transnacional. Os prejuízos não se limitam aos financeiros, que resultaram das despesas incorridas para a defesa dos interesses da Companhia perante as diversas autoridades públicas

¹³² Como esclarece Flávia Parente, o interesse social representa o limite da discricionariedade atribuída aos administradores para conduzir os negócios da companhia (O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas, Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 135). Na mesma direção, confira-se igualmente: “Desvio de poder - A LSA veda o desvio de poder dos administradores. O poder, conforme se viu, é atribuído ao administrador para ser exercido no interesse da sociedade, no sentido de realizar o objeto social. O interesse social representa, portanto, a diretriz e o limite da discricionariedade atribuída aos administradores em relação à conduta da companhia (Luiz Antonio de Sampaio Campos, Direito das Companhias, in Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (orgs.), Rio de Janeiro: Forense, 2017, 2a ed., pp. 816-817.

brasileiras, norte-americanas e dominicanas, como também os de imagem.

149. O acusado, com efeito, foi responsável por permitir que práticas espúrias fossem associadas a uma empresa que se situa entre as mais importantes indústrias¹³³ e também entre as mais importantes companhias abertas do Brasil¹³⁴.

150. Tudo isso - a má-fé, o desvio de poder, a reprovabilidade da conduta fraudulenta, a importância dos controles internos no atual cenário jurídico brasileiro e as repercussões dos seus atos para a Companhia e para o mercado brasileiro em geral - justifica, enfim, a imposição ao acusado de penalidade exemplar.

151. Por outro lado, levarei em consideração na dosimetria da pena a primariedade do acusado.

152. Assim, por todo o exposto, voto, com base no art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76, pela condenação de Orlando José Ferreira Neto à penalidade de inabilitação temporária, pelo prazo de 5 anos, para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, em razão da infração cometida ao disposto no art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976.

153. Quanto a Luiz Aguiar, como exposto neste voto, em que pese a existência de indícios desfavoráveis à lisura de sua conduta, os contraindícios presentes nos autos bem como os argumentos apresentados pela defesa levantam dúvidas razoáveis sobre a procedência da acusação que lhe foi imputada. Sendo assim, não se mostra possível concluir, com a segurança necessária à formação do juízo condenatório, que tenha participado, de forma efetiva e consciente, da prática de atos destinados à realização dos pagamentos em favor das sociedades vinculadas ao Cel. P.

154. Desse modo, e em homenagem ao princípio *in dubio pro reo*, voto pela absolvição de Luiz Carlos Siqueira Aguiar da acusação de infração ao disposto no art. *caput*, da Lei nº 6.404/1976.

155. É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de setembro de 2018.

Pablo Renteria
Diretor-Relator

133 De acordo com informações disponíveis no site <https://embraer.com/br/pt>, a Embraer é a 3ª maior fabricante de jatos comerciais do mundo e líder no segmento de aeronaves de até 130 assentos. A empresa conta com 18.000 empregados. No Formulário de Referência arquivado na CVM (8.6.2018), a Embraer informa ser a principal exportadora de bens de alto valor agregado do Brasil.

134 Segundo o Formulário de Referência arquivado na CVM (8.6.2018), a Embraer é companhia aberta de capital pulverizado, que não dispõe de acionista controlador. O seu capital social encontra-se distribuído entre 15.541 pessoas jurídicas, 20.230 pessoas físicas e 300 investidores institucionais. As ações da Embraer integram o índice Ibovespa, situando-se, portanto, entre as mais negociadas no mercado de bolsa da B3.

CVM, Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/11703

Acusados: Marcio Rocha Mello

Milton Romeu Franke

Wagner Elias Peres

Joseph P. Ash

John Anderson Willott

Carlos Thadeu de Freitas Gomes

William Lawrence Fisher

Peter L. O'Brien

Thomas W. Ebbern

Elia Ndevanjema Shikongo

Assunto: Apuração da responsabilidade dos membros do conselho de administração da HRT Participações em Petróleo S.A. na elaboração, aprovação e implementação do *Severance Package* em suposto desvio de poder (art. 154 da Lei nº 6.404/76).

Diretor Relator: Gustavo Tavares Borba

Relatório

I - Do Objeto e Da Origem

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador ("PAS") instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas - SEP ("Acusação") a partir do Processo CVM nº RJ2013/6116 para a apuração de eventuais irregularidades ocorridas na elaboração e aprovação de instrumento denominado "*Severance Package*", por meio do qual determinados administradores e executivos estratégicos da HRT Participações

em Petróleo S.A. (“HRT” ou “Companhia”) fariam jus ao recebimento de indenização nas condições e hipóteses nele estabelecidas.

II- Dos Fatos

2. Diante de forte oscilação no preço das ações ordinárias de emissão da HRT em 10/05/2013, a BM&FBovespa encaminhou ofício solicitando a manifestação da Companhia, que informou desconhecer fato relevante pendente de divulgação ou qualquer outro evento que pudesse ter ocasionado tal oscilação (fls. 02-04).

3. A Companhia ressaltou, no entanto, que teria ocorrido naquela data a primeira reunião do Conselho de Administração após a eleição dos novos conselheiros na assembleia geral ordinária realizada em 29/04/2013 (“RCA” e “AGO”, respectivamente). Nesta oportunidade, conforme anunciado em fato relevante divulgado às 22h01 do dia 10/05, o então Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração da HRT, Marcio de Rocha Mello (“Marcio Mello”), teria renunciado ao seu cargo na diretoria da Companhia, mantendo-se, contudo, como membro do Conselho de Administração (fls. 41-44).

4. Doze dias depois, em 29/05/2013, a mídia teria divulgado que, devido à existência de um pacote de benefícios denominado *Severance Package*, *alguns administradores da HRT, incluindo Marcio Mello, “teriam direito a receber uma bolada caso houvesse mudanças no conselho de administração e, em seguida, eles fossem demitidos ou pedissem demissão”* (fl. 420).

5. Muito embora tenha sido aprovado na RCA de 22.01.2013, o conteúdo do referido pacote não era conhecido pelo mercado ou mesmo por pessoas ligadas à HRT, uma vez que Marcio Mello, munido de parecer de escritório de advocacia, teria dito aos demais conselheiros que não seria necessário expor os detalhes do pacote aos acionistas na AGO de 29/04/2013 (fl. 55).

6. Em 10/06/2013, nova notícia na mídia teria informado que, em decorrência da saída de outros dois diretores incluídos como beneficiários do *Severance Package*, *a HRT teria sofrido impacto financeiro adicional de R\$9 milhões, acrescido dos 10 milhões de “compensação” já pagos a Marcio Mello* (fl. 59).

III- Do Termo de Acusação (fls. 418 a 456)

7. Diante desses indícios, a SEP iniciou investigação, intimando a Companhia para prestar informações¹³⁵.

8. Em resposta, a HRT apresentou (i) nova versão¹³⁶ da ata da RCA de 22/01/2013,

135 Ofício CVM/SEP/GEA-1/nº211/2013, de 31.05.2013.

136 A ata da RCA disponibilizada no sistema IPE informava tão somente que “[teriam sido] discutidos assuntos de interesse geral da Companhia, conforme documentos arquivados em sua sede”, sem qualquer menção ao *Severance Package*

com detalhes sobre a deliberação do *Severance Package*; (ii) cópia de memorando de entendimentos assinado em 05/03/2013 pelos membros do Conselho de Administração, acompanhado de duas minutas distintas de instrumentos de indenização, sendo uma delas destinada aos administradores da Companhia e a outra aos seus executivos estratégicos; e a lista de beneficiários do *Severance Package*.

9. A partir dos documentos apresentados, verificou-se que, para o caso dos administradores definidos como *Senior Management*, o *Severance Package* previa o pagamento da indenização nos seguintes termos (fl. 422):

13. Cláusula Primeira

14. Na hipótese de ocorrência de um dos eventos listados abaixo (“Eventos”), o Administrador fará jus ao recebimento de uma indenização (“Indenização”), calculada na forma da Cláusula Segunda. Na hipótese de ocorrência de *Justa Causa*, a Relação Profissional terminará e o Administrador não fará jus ao recebimento da indenização:

(i) Aquisição de controle direto ou indireto, seja ela original ou derivada, ou qualquer outra forma de reestruturação societária que resulte na participação, por um acionista ou grupo de acionistas, equivalente a 20% (vinte por cento) ou mais do capital social da Companhia; ou

(ii) Rejeição, pela maioria dos acionistas presentes a qualquer Assembleia durante os anos de 2013 e 2014, da proposta de Composição do Conselho de Administração sugerida pela administração da Companhia, excluindo Joe Ash, Thomas Ebbert, Peter O’Brien, and C.L.P; ou (sic)

(iii) Término da relação mantida entre o Administrador e a Companhia (“Relação Profissional”), por iniciativa da Companhia sem justa causa ou Justificativa. Para os fins do presente Contrato, Justificativa será definido como qualquer mudança adversa no cargo do executivo e/ou em sua remuneração, incluindo, sem limitação, (a) mudança na denominação do cargo, funções ou responsabilidades, ou qualquer falha em sua reeleição ao respectivo cargo exercido e (b) uma redução no salário-base do executivo, salvo se tal redução for consistente com a política de remuneração da Diretoria da Companhia definida pelo Conselho de Administração.

(iv) Um Evento será presumido como ocorrido caso a maioria dos conselheiros aprove uma deliberação no Conselho de Administração constatando a ocorrência de um Evento em razão de mudanças na participação acionária dos acionistas, negociações entre a Companhia e os acionistas, mudanças no Conselho de Administração ou administração da Companhia, que possam ser consideradas uma mudança de controle no melhor interesse da Companhia. (grifos no TA)

(fl. 419).

10. No caso dos profissionais indicados pela administração como “executivos estratégicos” (*Staff Management*), aplicar-se-iam as mesmas hipóteses descritas acima, com exceção daquela descrita no item (ii), referente à alteração na composição do Conselho de Administração.

11. O valor a ser recebido como indenização corresponderia à remuneração total anual do administrador/executivo (fixa + bônus), multiplicada por 3 para o CEO, por 2 para os demais diretores e por 1 para executivos estratégicos. Todas as opções de compra de ações não maduras, outorgadas ao administrador/executivo, tornar-se-iam imediatamente maduras e a Companhia deveria manter, por 12 meses, todos os benefícios recebidos pelo administrador/executivo (seguro de vida, saúde e odontológico) (fl. 423).

12. Conforme lista apresentada pela Companhia, o *Severance Package* seria aplicável a 28 beneficiários, sendo partes do grupo do *Senior Management* os Srs. Márcio Melo, Milton Romeu Franke (“Milton Franke”), N.C.A.F., C.T.A., M.E.R.A. e Wagner Elias Peres (“Wagner Peres”) (fls. 78 e 93), enquanto os demais beneficiários compunham o grupo do *Staff Management*.

13. Questionada acerca dos fundamentos que justificariam a celebração do *Severance Package*, a Companhia afirmou que, diante do risco de tomada de controle a que estava exposta por se tratar de sociedade sem controle definido e dos movimentos de interferência de determinados acionistas relevantes na administração da HRT, seria fundamental

“dar condições estáveis e estimulantes a determinados executivos chave para que [estes] pudessem desempenhar suas funções com estabilidade, além de mitigar o clima de instabilidade então reinante entre os mesmos” (fls. 424/425).

14. Acrescentou que o *severance agreement* seria um instrumento habitualmente adotado por companhias com o propósito de retenção de profissionais estratégicos em cenários adversos e, nesse sentido, citou alguns exemplos de companhias brasileiras que adotam esse tipo de pacote¹³⁷.

15. Quanto à divulgação do *Severance Package*, a Companhia afirmou que, por se tratar de instrumento contratual interna corporis, não haveria necessidade de divulgação da criação do pacote de benefícios por meio de fato relevante. Além disso, a existência do *Severance Package* e o valor estimado do plano constaria expressamente da Proposta da Administração elaborada para a AGO de 29/04/2013 (fl. 424)¹³⁸.

¹³⁷ A HRT citou as seguintes companhias abertas brasileiras que adotariam instrumentos de severance agreement: Bematech S.A., BR Properties S.A., Fibria Celulose S.A., Fleury S.A., Hypermarcas S.A., JSL S.A., Lojas Renner S.A., Lupatech S.A., Paranapanema S.A. e Totvs S.A. (fl. 64).

¹³⁸ No que diz respeito ao *Severance Package*, a Proposta da Administração dispõe que “O Conselho de Administração, em 22 de janeiro de 2013, aprovou a celebração de um Instrumento Particular (*Severance Package*) entre

16. Posteriormente, em 31.05.2013, isto é, após a realização da AGO, foi disponibilizado o formulário de referência da Companhia, do qual constavam informações adicionais acerca do *Severance Package*, não divulgadas na Proposta da Administração ou na ata da RCA de 22.01.2013, referentes às hipóteses de acionamento do pacote.

17. Diante dos fatos apurados, foram solicitados esclarecimentos aos membros do Conselho de Administração que participaram das reuniões em que foi deliberado e aprovado o *Severance Package*, bem como novas informações a serem apresentadas pela HRT. Em paralelo às respostas apresentadas pelos conselheiros (fls. 228-291), foi apresentada voluntariamente à CVM manifestação conjunta de John Anderson Willot (“John Willot”) e Milton Franke, à época, Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente da Companhia, informando que o Conselho Fiscal da HRT¹³⁹ havia levantado uma série de questionamentos acerca do *Severance* e solicitado a apuração de eventuais irregularidades ocorridas na criação do referido pacote.

18. Na visão do Conselho Fiscal, haveria indícios de violação de deveres fiduciários por parte dos conselheiros que votaram pela aprovação do *Severance Package*, além de evidências de atuação em conflito de interesses por determinados membros do Conselho que seriam também beneficiários do plano.

19. Nesse sentido, o Conselho Fiscal apresenta as seguintes principais considerações:

(i) sob o falso pretexto de reter profissionais estratégicos, os membros do Conselho de Administração teriam aprovado o *Severance Package* em benefício próprio, com o objetivo de se perpetuarem na administração da HRT;

(ii) teria sido aprovado pacote de benefícios que permitia que a mera alteração na composição do Conselho de Administração acionasse o pagamento de indenização a administradores que saíssem da Companhia, ainda que voluntariamente;

(iii) a aprovação do *Severance Package* configuraria ato de liberalidade, visto que não havia qualquer vantagem econômica para a Companhia ou qualquer associação entre a indenização devida e ao desempenho do administrador beneficiário;

(iv) caberia aos acionistas avaliar a gestão da Companhia e determi-

a Companhia e seus administradores que prevê a indenização nas condições e hipóteses ali estabelecidas. Considerando como base o mês de março de 2013, o valor estimado está em certa de R\$30.000.000,00” (grifos no original).

139 Por meio de comunicações enviadas a cada um dos conselheiros, a CVM apresentou os seguintes questionamentos: (a) o nome do responsável pela iniciativa do *Severance Package*; (b) nome dos administradores que participaram da elaboração da proposta do pacote de benefícios; e (c) os motivos pelo qual o conselheiro entendeu que, naquele momento, o *Severance Package* atendia aos interesses da Companhia. Quanto aos conselheiros Marcio Mello, Wagner Peres e Milton Franke, que figuravam como beneficiários do *Severance Package*, questionou-se, ainda, acerca de uma possível atuação em conflito de interesses.

nar se os administradores devem permanecer ou não em seus cargos; e

(v) as informações disponibilizadas aos acionistas na Proposta da Administração para a AGO de 29.04.2013 não revelam as condições do *Severance Package*.

20. Em resposta aos questionamentos do Conselho Fiscal, John Willot e Milton Franke, representando os conselheiros que votaram pela aprovação do *Severance Package*, esclareceram que:

(i) o *Severance Package* foi pensado pela administração da HRT como um instrumento que mitigasse o clima de instabilidade e insegurança decorrente da proposta de aquisição de controle apresentada por companhia aberta do setor de óleo e gás em dezembro de 2012 e das interferência de um dos acionistas relevantes da Companhia, uma vez que, naquele momento, era crucial reter os principais administradores e colaboradores envolvidos com a campanha exploratória da Namíbia;

(ii) não haveria por parte dos membros do Conselho de Administração em perpetuar-se no poder, até mesmo porque, dos vinte e oito beneficiários do pacote, somente três eram conselheiros;

(iii) por ser a HRT uma companhia com base acionária dispersa, sem controle acionário definido, uma alteração na composição do Conselho de Administração poderia representar uma mudança no controle da Companhia, razão pela qual as condições de acionamento do *Severance Package* referentes ao *Senior Management* estão vinculadas a hipóteses de mudança de controle;

(iv) ainda que se considerasse que os conselheiros beneficiados pelo plano estavam conflitados, não se poderia afastar a decisão tomada, uma vez que, mesmo sem os votos destes conselheiros, o *Severance Package* ainda seria aprovado pela maioria do Conselho; e

(v) ao não divulgar os gatilhos (*triggers*) do pacote de benefícios a administração teria por objetivo não influenciar os acionistas a elegerem a chapa por ela indicada para composição do Conselho de Administração.

21. Posteriormente, em 13.09.2013, a CVM encaminhou nova comunicação (fls. 383384) à HRT solicitando informações acerca do histórico de relacionamento dos membros do Conselho com Marcio Mello, bem como a indicação dos beneficiários que teriam recebido, até aquela data, a indenização ajustada no *Severance Package*.

22. Em síntese, a Companhia informou que “nenhum desses conselheiros ou ex-

conselheiros possuía ou possui relacionamento com o Sr. Márcio Rocha Mello além do profissional iniciado a partir de suas respectivas eleições” (fl. 392). Quanto aos valores pagos a título de Severance Package, teriam recebido a indenização Marcio Mello, C.T.F.A. e M.E.R.M.A.

23. Em resposta aos esclarecimentos solicitados pela CVM (vide item 17), os membros do Conselho de Administração apresentaram o histórico dos eventos que culminaram com a aprovação e celebração do *Severance Package* em 05.03.2013, dos quais se destacam os seguintes pontos (fls. 432 a 438):

(i) em 21.12.2012, a HRT teria recebido uma proposta de aquisição por companhia aberta do setor de óleo e gás, que foi identificada pelos envolvidos como uma “*proposta hostil de tomada de controle*”. Tendo em vista o grau de dispersão das ações da Companhia e a estrutura sugerida para a combinação de negócios, essa operação tornaria a proponente controladora da HRT;

(ii) conforme previsto no estatuto social da HRT, um comitê independente teria sido instalado para avaliar tal operação, o qual recomendou a sua rejeição. Em 07.01.2013, tal recomendação foi levada ao Conselho de Administração que votou pela sua rejeição por entender que não era interessante ou benéfica para a Companhia;

(iii) diante da proposta de aquisição de controle e da instabilidade percebida nas conversas com funcionários da HRT, em 07.01.2013, Joseph Ash teria encaminhado email a Marcio Mello sugerindo a elaboração de pacote de indenização para determinados funcionários da Companhia (fl. 245). No dia seguinte, a questão foi discutida entre os conselheiros e Marcio Mello informou que a administração da HRT já trabalhava em um pacote de indenizações.

(iv) conforme solicitação de Joseph Ash, a matéria foi incluída na ordem do dia a ser discutida na RCA de 22.01.2013;

(v) em 18.01.2013, foi enviada aos membros do Conselho de Administração uma primeira minuta com a estrutura geral do *severance agreement* elaborada pela administração executiva da HRT;

(vi) em 21.01.2013, os membros do Conselho de Administração teriam recebido email do representante de um dos acionistas relevantes da Companhia exigindo mudanças do Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração e sugerindo nomes para substituí-lo (fls. 764-765). A alteração no comando da HRT já estaria sendo discutida inclusive com Marcio Mello, que teria afirmado que gostaria de

retirar-se da Companhia o quanto antes.

(vii) na RCA de 22.01.2013, a celebração do *Severance Package* começou a ser discutida entre os conselheiros, tendo sido analisados os termos da minuta encaminhada pela administração da HRT. Durante a reunião, os conselheiros Joseph Ash, John Willot, C.L.P., Thomas W. Ebbern (“Thomas Ebbern”), William Lawrence Fisher (“William Fisher”) e Peter L. O’Brien (“Peter O’Brien”) teriam se reunido separadamente e apresentado contraproposta, segundo a qual “*para o acionamento em caso de mudança de controle, a proposta era ter a ‘maioria do conselho substituída pelos acionistas’*”.

(viii) ao longo das discussões, Marcio Mello e Wagner Peres teriam demonstrado a sua insatisfação com o clima de instabilidade em que se encontrava a Companhia e a sua vontade de deixar a HRT junto com os profissionais que os acompanhavam desde o início caso tal cenário não se modificasse;

(ix) ao final da reunião, os proponentes teriam decidido flexibilizar sua posição inicial e concordado com uma solução conciliatória negociada com os demais conselheiros, notadamente Marcio Mello e Wagner Peres. Com relação ao acionamento do *Severance Package*, *ajustou-se que a alteração de qualquer um dos membros originais do Conselho de Administração, com exceção de Joseph Ash, Thomas Ebbern, Peter O’Brien e Charles Putz, que teriam sido eleitos ao final de 2012, daria ensejo ao acionamento do gatilho do Senior Management*. Além disso, acordou-se que para os integrantes do *Staff Management* o *Severance Package* só seria acionado em caso de demissão ou alteração de suas funções e que a indenização do Diretor Presidente corresponderia a três vezes a sua remuneração global anual;

(x) de acordo com os esclarecimentos prestados por Thomas Ebbern, os conselheiros teriam concordado em flexibilizar a contraproposta apresentada ao Conselho por entenderem que era fundamental para a HRT reter o conhecimento, a representatividade e a experiência de determinados profissionais;

(xi) não obstante as concessões obtidas com relação à proposta inicial apresentada pela administração da HRT, C.L.P. afirmou que o *Severance Package* ainda não seria do interesse da Companhia, razão pela qual tal conselheiro votou contra a aprovação do plano nesta primeira reunião;

(xii) após a RCA de 22.01.2013, as condições do *Severance Package*

passaram a ser discutidos no âmbito do Comitê de Remuneração, cujos membros teriam trocado emails ao longo do mês de fevereiro acerca da elaboração de um term sheet para o Severance Package. Além disso, em 25.02.2013, uma nova minuta elaborada pela administração executiva da HRT foi encaminhada ao comitê, a qual foi discutida em teleconferência realizada em 28.02.2013;

(xiii) finalmente, na RCA de 04.03.2013, foram aprovados os termos finais do Severance Package e no dia seguinte foi celebrado memorando de entendimentos, assinado por todos os conselheiros, do qual constavam as minutas dos instrumentos de Severance Agreement do Staff Management e do Senior Management (fls. 187-191)¹⁴⁰.

24. No que diz respeito ao alinhamento do *Severance Package* aos interesses sociais, em síntese, os administradores acusados alegaram que, diante das incertezas pelas quais passava a HRT - incluindo uma proposta hostil de aquisição do controle da Companhia - em um momento em que iniciava uma de suas operações mais relevantes (campanha exploratória da Namíbia), o *Severance Package* seria um instrumento necessário para reter os funcionários chave da Companhia e garantir a continuidade dos projetos.

25. Desse modo, na visão de Márcio Mello, “a alteração da composição do Conselho de Administração poderia sim ser considerada como uma alteração no controle da Companhia, podendo interromper a continuidade de seus negócios” (fl. 439).

26. Além da proposta de aquisição de controle apresentada ao final de 2012, Elia Ndevanjema Shikongo (“Elia Shikongo”), John Willot e Wagner Peres mencionaram ainda interferências exercidas por investidores relevantes, que estariam contribuindo para o cenário de instabilidade da HRT, Wagner Peres admitiu, ainda, que se o Conselho ficasse dividido após a AGO de 29.04.2013, sairia da Companhia, juntamente com os profissionais que o acompanhavam desde a British Petroleum.

27. Em sua manifestação (fls. 255-259), Peter O’Brien esclareceu ainda que os conselheiros recém-eleitos (Joseph Ash, Thomas Ebber, Charles Putz e o próprio Peter O’Brien) teriam recusado a sua inclusão no mecanismo de acionamento do *Severance Package* por não se considerarem indispensáveis ao futuro da HRT e por entenderem que os acionistas deveriam ter a possibilidade de os reeleger ou não, sem consequências financeiras (fl. 441).

28. Analisadas todas as manifestações e evidências apresentadas, a Acusação conclu-

140 Ressalta-se que, muito embora da ata da RCA de 04.03.2013 conste que o *Severance Package* foi aprovado pela unanimidade do Conselho, segundo esclarecimentos prestados por C.L.P, este conselheiro teria votado contrariamente a aprovação do plano nesta ocasião. Contudo, a assinatura de tal conselheiro constaria do memorando de entendimentos celebrado em 05.03.2013.

iu que haveria um aparente desequilíbrio entre os direitos e obrigações assumidos pelos beneficiários e pela Companhia na celebração do *Severance Package*.

29. Esse desequilíbrio se revelaria, especialmente, na Cláusula Primeira, ii, do *Severance Package* do *Senior Management* (§9, retro), segundo a qual a simples rejeição da proposta da administração para composição do Conselho de Administração dispararia o direito de os beneficiários receberem as indenizações previstas no referido pacote, ainda que o término da relação de trabalho não ocorresse por iniciativa da Companhia (fl. 442) (g.n.).

30. Tendo em vista que o Conselho de Administração é um órgão de deliberação colegiada, a substituição de membros em quantidade inferior à maioria não representaria, por si só, uma alteração nas macroestratégias da Companhia e, por conseguinte, não poderia ser vislumbrada como hipótese de alteração de controle.

31. Assim, ao vincular o acionamento do pacote de benefícios à alteração de qualquer um dos membros do Conselho de Administração, na visão da área técnica, os administradores teriam conferido “contornos de blindagem” à atual gestão da Companhia.

32. Além disso, caso acionado, o pacote de benefícios poderia constituir uma obrigação de pelo menos R\$30 milhões¹⁴¹ à Companhia, que já se encontrava em um cenário delicado, com a queda de 80% no valor de suas ações desde o IPO e apresentando notícias de insucesso em suas campanhas exploratórias.

33. No que diz respeito à posição de John Willot, William Fisher e Carlos Thadeu de Freitas Gomes (“Carlos Gomes”), não obstante a alegação da Companhia no sentido de que tais conselheiros não teriam qualquer relacionamento com Marcio Mello, a Acusação afirma que

“tais administradores vinham se beneficiando da Política de Remuneração adotada pela Companhia, reelegendo-se por meio de “Chapa Proposta pela Administração” (fl. 445) (grifos no TA), razão pela a independência desses conselheiros em relação aos interesses do fundador da HRT, Marcio Mello, poderia restar prejudicada.

34. Ademais, as renúncias aos cargos executivos apresentadas por Marcio Mello, Wagner Peres, C.T.A. e M.E.R.A.¹⁴², seriam um indício de que, da maneira como foi estruturado o pacote de indenizações, ele teria funcionado mais como um “plano de incentivo à demissão voluntária” do que como um plano de incentivo à permanência de funcionários chave da HRT (fl. 446).

141 Equivalente a 67% do montante global anual da remuneração dos administradores, aprovado pela AGO, para o exercício de 2013, o qual não contemplaria o SP (fl. 443).

142 Marcio Mello e Wagner Peres renunciaram em 10/05/2013 e C.T.A. e M.E.R.A. renunciaram em 07/06/2013 (fl. 446).

35. Até mesmo porque, se um dos objetivos do plano era desestimular a destituição de executivos “chave” da administração no cenário de uma eventual disputa de controle, isso só seria possível caso a administração divulgasse claramente aos acionistas as hipóteses de acionamento do *Severance Package* e, por conseguinte, as consequências financeiras decorrentes de uma alteração na composição do Conselho, o que não se verificou.

36. A proposta da administração para a AGO de 29.04.2013 se limitava a informar a existência do *Severance Package* e o valor máximo de indenização, não havendo qualquer referência às hipóteses de acionamento do pacote, o que, na visão da área técnica, teria prejudicado uma avaliação criteriosa e ponderada do instrumento, por parte dos acionistas. Considerando que, caso divulgadas, as condições do *Severance Package* poderiam influir de modo ponderável na alocação dos votos dos acionistas que elegeram os membros do Conselho de Administração à época, a sua omissão, constitui violação ao direito de voto atribuído aos acionistas.

37. Por fim, ressalta-se que o argumento de que os empregados da HRT América permaneceram na Companhia mesmo após a saída do CEO Wagner Peres não seria relevante, uma vez que as hipóteses de acionamento do *Severance Package* para o Staff Management eram distintas daquelas previstas para o *Senior Management*. Para os funcionários, somente se aplicaria a indenização se a alteração na relação de trabalho se desse por iniciativa da Companhia.

38. Em função dos fatos descritos, a Acusação concluiu que os conselheiros que aprovaram o *Severance Package*, nas reuniões dos dias 22.01.2013 e 04.03.2013¹⁴³, teriam violado os deveres e responsabilidades fiduciárias aludidos na legislação societária, em especial, o dever de exercer suas atribuições no interesse da Companhia (art. 154, da Lei nº 6.404/76)¹⁴⁴.

39. A SEP entendeu, ainda, que três dos dez conselheiros que aprovaram o *Severance Package* na RCA de 22.01.2013 (Marcio Mello, Milton Franke e Wagner Peres) teriam deliberado em conflito de interesses, em benefício próprio, o que seria vedado pelo art. 156 da Lei nº 6.404/76¹⁴⁵.

40. Ademais, tendo em vista o desequilíbrio existente entre os direitos e obrigações

143 Reunião que se encerrou em 05/03/2013.

144 Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

145 Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo- lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

estabelecidos no *Severance Package*, na opinião da SEP, o critério da equitatividade previsto na legislação societária no que diz respeito à contratação com administradores (§1º, art 156, da Lei nº 6.404/76) também não teria sido respeitado pelos conselheiros

41. Nesse sentido, a SEP ressaltou que “(...) as atas das reuniões do Conselho de Administração, nas quais ocorreram as deliberações sobre o *Severance Package* (22.1.2013 e 4.3.2013) e cujos conselheiros mencionados acima votaram favoravelmente à aprovação do Instrumento, não continham qualquer menção sobre a natureza e a extensão de seus interesses na referida matéria” (fl. 451).

42. Com relação a Marcio Mello e Wagner Peres, acrescentou ainda que tais conselheiros teriam manifestado sua vontade de deixar a Companhia e que tal ameaça teria sido apontada, inclusive, como um dos fatores preponderantes para o Conselho de Administração aprovar o pacote.

IV - Acusações (fls. 455 a 456)

43. Pelo exposto, a SEP concluiu pela responsabilização de:

(i) Marcio Rocha Mello, Milton Romeu Franke e Wagner Elias Peres, na qualidade de membros do Conselho de Administração e beneficiários do *Severance Package*, pela infração ao artigo 156 da Lei n.º 6404/1976, por terem votado favoravelmente à aprovação do referido plano nas RCA de 22.01.2013 e 04.03.2013, em aparente conflito de interesses; e

(ii) Joseph Patrick Ash II, John Anderson Willott, Carlos Thadeu de Freitas Gomes, William Lawrence Fisher, Peter Lloyd O’Brien, Thomas William Ebbert e Elias Ndevanjema Shikongo na qualidade de membros do Conselho de Administração, pela infração ao artigo 154 da Lei n.º 6404/1976, por terem votado favoravelmente à aprovação do *Severance Package* nas RCA de 22.01.2013 e 04.03.2013;

V - Da Manifestação da PFE (fls. 458-461)

44. Examinada a peça acusatória, a Procuradoria Federal Especializada - PFE (“PFE-CVM”) entendeu que, do ponto de vista objetivo, estariam presentes todos os elementos descritos nos incisos do art. 6º da Deliberação CVM nº 538/08¹⁴⁶, bem como

146 Art. 6º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar: I - nome e qualificação dos acusados; II - narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III - análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; IV - os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; V - proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso; e VI - a indicação do rito a ser observado no processo administrativo sancionador.

antedido o disposto no *caput* do art. 11 da referida Deliberação¹⁴⁷.

VI - Das Defesas

45. Em sua defesa, Milton Franke argumentou o seguinte (fls. 602 a 695):

(i) que o termo de acusação não teria apontado a materialidade das infrações apuradas, pois ele jamais teria exercido seu direito de indenização ou recebido qualquer valor referente ao *Severance Package*¹⁴⁸, o que restaria demonstrado a partir dos termos do “Management Agreement” celebrado com a Companhia em 22.11.2013, segundo os quais, o acusado renunciaria a “a todo e qualquer entendimento anterior mantido com a Companhia, incluindo o *Severance Package*” (fl. 614);

(ii) o art. 156 da Lei nº 6.404/76 deixaria claro que “auferir vantagem” seria pressuposto essencial e condição *sine qua non* para a caracterização de conflito de interesse.. A mera expectativa de recebimento de vantagem não seria suficiente para caracterizar o conflito de interesse¹⁴⁹;

(iii) também não haveria o que falar em conflito de interesses em se tratando da aprovação de pacote de benefícios, uma vez que a própria Lei nº 6.404/76, ao atribuir competência a assembleia geral para fixar a remuneração individual ou global dos administradores, autoriza que, no caso dos acionistas optarem por determinar o montante global, os administradores fixem suas respectivas remunerações individuais e benefícios¹⁵⁰, desde que observado o limite global fixado¹⁵¹;

(iv) no que diz respeito à interpretação do art. 156, da Lei nº 6.404/76, defendeu a adoção do critério material, de modo que “a simples presença de um interesse pessoal do administrador em determinada operação social não necessariamente o coloca em conflito de interesses com a Companhia” (fl. 624), sendo necessário, para tanto, que houves-

147 Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso. (...)

148 Milton Franke citou as seguintes frases do TA: “Assim sendo, aparentemente, o direito à indenização prevista no pacote continua válido” e “(...) as atas das reuniões (...) não continham qualquer menção sobre a natureza e a extensão de seus interesses [dos conselheiros] na referida matéria” (fl 613) (grifo no original).

149 Citou voto do presidente Marcelo Trindade no âmbito do PAS CVM nº 2004/5494: “(...) Assim, não surpreende que a lei preserve o negócio não lesivo, mesmo diante do descumprimento de uma regra de conduta, se o descumprimento de tal regra não causou o dano que a lei, em verdade, quis evitar ao estatuir a própria regra. E as provas mais contundentes no sentido de que evitar o dano é, na verdade, a finalidade da lei quando estabelece normas relativas ao conflito de interesse são: (i) a redação do *caput* do art. 114, que somente considera abusivo o voto exercido ‘com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas’, ou de obter ‘vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia’; e (ii) o teor do §3º do mesmo art. 115, que impõe ao acionista o dever de indenizar ‘ainda que seu voto não haja prevalecido’” (grifos no original) (fl. 616).

150 Citou Tavares Borba (Direito Societário, 13a edição, Renovar, p. 426/427) e Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto (Lei das Sociedades por Ações Anotada, 4a Ed., São Paulo, Saraiva, 2012, p. 434).

151 A remuneração global dos administradores teria sido definida em R\$44.321.000,00 na AGO de 29/04/2013 (fl. 619).

se interesses inconciliáveis por cada uma das partes;

(v) adotando este critério, verifica-se que o *Severance Package* foi elaborado considerando os melhores interesses da Companhia (fl. 623);

(vi) ainda que houvesse o alegado conflito de interesses, a supressão dos supostos votos conflitantes dos conselheiros beneficiados pelo plano em nada alteraria o resultado da decisão, - princípio da validade do separável¹⁵² (fl. 624);

(vii) quanto à publicidade a respeito do interesse de Milton Franke na aprovação do *Severance Package*, esclareceu que “sempre foi do conhecimento de todos os conselheiros que o Acusado também seria beneficiado com o *Severance Package*, na qualidade de Diretor da H RTP” (fl. 626). Ademais, a indicação do acusado como beneficiário do plano constaria expressamente da ata da RCA de 22.01.2013, bem como da lista de beneficiários que integrava o memorando de entendimentos assinado em 05.03.2013;

(viii) a aprovação do *Severance Package* estaria coberta pela business judgement rule, pois se deveria considerar “(i) a boa fé dos Conselheiros no trato da matéria; (ii) que os conselheiros tomaram todas as cautelas antes de decidir pela aprovação do Plano; e (iii) que a decisão tomada pelo órgão, atendendo aos interesses da Companhia, era adequada ao fim colimado” (fl. 627); e

(ix) em eventual condenação do acusado, deveria ser considerado, além da primariedade e da falta de antecedentes, o disposto no art. 11, § 9º da Lei nº 6.385/76¹⁵³, que trata do arrendimento eficaz, uma vez que ele teria deixado de exercer seu direito e renunciado ao pacote.

46. Thomas Ebberm, Joseph Ash e Peter O’Brien apresentaram, em defesa conjunta, os seguintes argumentos (fls. 696 a 876):

(i) os fatos deveriam ser considerados à luz do contexto em que se encontrava a Companhia à época, com destaque para (a) o insucesso na campanha exploratória da Bacia dos Solimões e a consequente queda na cotação das ações da Companhia¹⁵⁴; (b) a insatisfação demonstrada pelos acionistas quanto à administração da HRT; (c) a importância crescente da campanha exploratória da Namíbia para o sucesso

152 Sylvio Marcondes in *Questões de Direito Mercantil*, Ed. Saraiva, 1977, p. 52).

153 “§9º Serão considerados, na aplicação de penalidades previstas na lei, o arrendimento eficaz e o arrendimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade” (grifos no original) (fl. 633).

154 De R\$11,36 em 31/12/2011 para R\$4,73 em 31/12/2012 (fl. 699).

da Companhia; e (d) a proposta de aquisição de controle apresentada à administração da HRT por companhia aberta do setor de óleo e gás (fls. 699/700);

(ii) todos os esses elementos teriam contribuído para gerar um clima de instabilidade entre os funcionários e executivos da Companhia;

(iii) os acusados eram conselheiros independentes, não mantendo qualquer relação com Marcio Mello ou com a administração executiva da HRT, tendo sido recrutados por acionistas estrangeiros e indicados após longo processo seletivo, em que foram confirmadas as suas credenciais. Desse modo, não haveria qualquer razão para acreditar que, na aprovação do *Severance Package*, os acusados agiram considerando quaisquer outros interesses que não os interesses da HRT;

(iv) pelo contrário, em diversas oportunidades, os acusados expressaram posições antagônicas àquelas defendidas por Marcio Mello e pelos demais conselheiros a ele associados¹⁵⁵.

(v) considerando (a) a importância da campanha da Namíbia para o futuro da HRT; (b) os compromissos assumidos com fornecedores e o governo da Namíbia; (c) os custos envolvidos considerando não somente os investimentos realizados pela Companhia, mas as multas contratuais em caso de atrasos ou inadimplimentos; (d) o risco reputacional da Companhia; e (e) a dificuldade em recrutar profissionais especializados e experientes no setor de óleo e gás; a manutenção da equipe técnica encarregada de administrar os projetos da Companhia seria fundamental para seu sucesso e para a economia de recursos;

(vi) neste cenário, a proposta de aquisição de controle recebida pela administração, ainda que rejeitada pelo Conselho de Administração, teria agravado o clima de instabilidade vivenciado pela Companhia. Soma-se a isso o fato de que por diversas vezes os Acusados teriam ouvido ameaças de Marcio Mello de que deixaria a empresa e levaria os funcionários que o acompanharam, por descontentamento com os rumos da Companhia e pela existência de “diversos acionistas ativos” (fl. 710/711);

(vii) assim, a administração teria, de forma consensual, decidido tomar medidas que garantissem a estabilidade dos funcionários (fl. 710). Dessa forma, por iniciativa de Joseph Ash, iniciou-se a discussão de

¹⁵⁵ Citou exemplo da RCA realizada em 17/12/2012, que deliberou pelo pagamento de bônus aos executivos, na qual os conselheiros independentes “de fato” teriam se oposto à aprovação, enquanto os demais teriam aprovado o pagamento do bônus (fls. 702/703).

um instrumento de *severance agreement* para a HRT, que seria um pacote habitualmente adotado por companhias do setor;

(viii) uma primeira minuta do *Severance Package* teria sido elaborada pelos departamentos Jurídico e de Recursos Humanos da HRT e analisada ao longo da RCA de 22.01.2013. Nesta ocasião, os acusados, junto com John Willot e William Fisher, teriam se reunido separadamente e apresentado contraproposta, com as seguintes principais alterações: (a) remoção da previsão de demissão voluntária de Marcio Mello como gatilho para os demais executivos; (b) o gatilho referente à alteração da composição do Conselho só seria acionado caso a alteração fosse da maioria dos membros; (c) a indenização do Diretor Presidente corresponderia a três vezes (e não quatro) a sua remuneração anual global; e (d) o *Severance Package* estipularia obrigação de não competição aos administradores.

(ix) ao final da reunião, o Conselho adotou uma posição conciliatória, tendo em vista a inflexibilidade de Marcio Mello com relação à hipótese de acionamento do *Severance Package*, tendo sido aprovado o pagamento da indenização em caso de não eleição de qualquer um dos membros do Conselho de Administração, com exceção dos acusados e de C.L.P.

(x) os acusados teriam concordado com essa condição por entenderem que “*parecia melhor alcançar uma solução negociada (...) numa tentativa de pacificar o conselho de administração*” (fl. 713), visto que Marcio Mello e Wagner Peres teriam ameaçado por diversas vezes abandonar a HRT caso os termos propostos por eles não fossem aceitos (fl. 713);

(xi) na RCA de 04.03.2013 (que terminou em 05.03.2013), na qual foram aprovados os termos finais do *Severance Package*, os acusados solicitaram expressamente que fosse dada ampla divulgação do pacote aos acionistas da HRT antes da AGO de abril, especialmente com relação ao gatilho resultante da troca de membros do Conselho. Tal proposta teria sido refutada por “alguns membros do conselho” (fl. 714);

(xii) após exigência de Peter O’Brien¹⁵⁶, Marcio Mello teria apresentado, em português¹⁵⁷, parecer legal emitido por renomado escritório de advo-

156 Apresentaram troca de emails entre Peter O’Brien e Marcio Mello, no qual o primeiro sugere que os acionistas sejam avisados no material disponibilizado pela companhia para a AGO ou, se isso não ocorresse, que um escritório de reputação internacional apresentasse parecer confirmando que tal informação não seria necessária. A troca de mensagens teria terminado com mensagem agressiva de Marcio Mello afirmando que os conselheiros “não confiam na administração da HRT. Nunca.” (fls. 714 a 716).

157 Os acusados somente teriam recebido a versão em inglês do documento em 29.04.2013, data da AGO.

cacia, nos termos do qual considerava-se desnecessária a divulgação das condições do *Severance Package* aos acionistas da Companhia.. Embora houvesse a afirmação de que não havia a obrigação legal de divulgação dessa informação aos acionistas, os acusados ainda manifestaram o seu entendimento de que seria relevante a sua divulgação (fl. 716);

(xiii) ademais, não seria razoável supor que um conselheiro de administração estrangeiro deixasse de confiar em parecer de escritório renomado contratado por sua própria solicitação;

(xiv) com a eleição de três novos conselheiros na AGO de 29.04.2013 foi disparado o gatilho para o pagamento do *Severance Package*, conforme reconhecido pelo conselho em RCA de 10/05/2013, quando Marcio Mello e Wagner Peres apresentaram os seus pedidos de renúcia;

(xv) após tomar conhecimento dos pagamentos realizados aos beneficiários do plano¹⁵⁸ e constatar que teria havido um erro no cálculos das indenizações, os acusados e outros membros do Conselho de Administração, teriam tomado providências para avaliar a possibilidade de anulação de tais pagamentos e/ou do cálculo do seu montante, com vista à recuperação, ao menos parcial, do montante pago¹⁵⁹;

(xvi) com relação à infração imputada aos acusados, afirmaram que o *standard subjacente* previsto no art. 154 da Lei nº 6.404/76 é o do dever de diligência e o dever de agir com boa-fé, os quais devem ser analisados a partir da conduta dos administradores. No presente caso, não haveria qualquer evidência que indicasse que os acusados teriam agido de má-fé;

(xvii) a jurisprudência da CVM teria consagrado a aplicação da *business judgement rule* na análise de decisões negociais, segundo a qual, em regra, o mérito e o acerto da decisão do administrador fogem à competência do julgador/regulador. Desde que a decisão seja tomada de boa-fé e no interesse da Companhia, considerando-se as informações, dados e circunstâncias disponíveis à época em que foi toma-

158 Em 16/05/2013, 29/05/2013 e 07/06/2013, a HRT teria pago a Marcio Mello, M.E. e C.T., respectivamente, R\$13.396.800,00, R\$4.282.000,00 e R\$3.104.450,00, sem aprovação ou revisão pelos membros do CA;

159 Entre tais providências estariam a contratação de advogados para avaliar a possibilidade de medidas judiciais contra os diretores que renunciaram, e o envio de comunicação aos beneficiários solicitando a devolução de parte dos valores pagos. A discussão desse assunto teria sido submetida por Marcio Mello à arbitragem, sem resultado até a época da defesa. Além disso, após inúmeras discussões envolvendo o *Severance Package* mantidas em reuniões do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal, os conselheiros independentes teriam concluído que o montante previsto no pacote deveria estar contido na remuneração anual global que foi submetida à AGO de 29.04.2013, embora não fosse essa a opinião do escritório de advocacia contratado à época (fl. 718). Nesse sentido, os conselheiros independentes teriam proposto a ratificação do valor da remuneração global anual aprovada em 29.04.2013 para incluir os valores do *Severance Package*, a fim de levar ao conhecimento dos acionistas. Tal assembleia realizou-se somente em 19.03.2014 (após a renúncia dos acusados) quando o item referente ao *Severance Package* foi retirada de pauta.

da, não caberá ao julgador substituir-se ao administrador;

(xviii) não houve desequilíbrio desproporcional entre as obrigações assumidas pela Companhia e os benefícios do acordo, sobretudo se for considerado o momento que vivia a HRT e a sua necessidade de reter profissionais estratégicos. Nesse sentido, ressaltou-se que o atraso de uma semana na campanha exploratória da Namíbia teria custo superior a todas as indenizações pagas pela Companhia;

(xix) o *Severance Package* não teria sido um incentivo à demissão voluntária, pois a maioria dos colaboradores ainda continuaria na Companhia. Ainda que, posteriormente, o referido pacote não apresentasse os resultados esperados, tratar-se-ia de uma decisão equivocada, mas que teria sido tomada de boa-fé pelos administradores, considerando o que eles entendiam ser, naquele momento, o melhor interesse da HRT, razão pela qual tal decisão estaria protegida pela *business judgment rule*.

47. John Willot, William Fisher, Elia Shikongo e Carlos Gomes, em defesa conjunta apresentada em 29.04.2014, argumentam que:

(i) os fundamentos apresentados pela SEP para demonstrar a existência de uma suposta relação entre os acusados e Marcio Mello não estariam aptos a afastar a sua independência. Isso porque o fato dos conselheiros se beneficiarem do plano de remuneração adotado pela Companhia não afeta a sua independência, tampouco o fato de tais acusados constarem da proposta da administração para reeleição. Pelo contrário, os acusados enquadram-se perfeitamente no conceito de conselheiro independente adotado não somente pelo Novo Mercado como também pela própria CVM (fls. 880 a 884);

(ii) os defendentes não eram beneficiários desse pacote (que não era destinado a membros do Conselho de Administração), portanto não teriam qualquer interesse pessoal em aprová-lo. Uma das principais motivações para a adoção do plano teria sido neutralizar os efeitos da proposta de aquisição do controle da Companhia (“torna a hostil de controle”)¹⁶⁰ (fl. 597);

(iii) o *Severance Package* seria instrumento corriqueiro no exterior e no setor de petróleo, seus objetivos principais seriam possibilitar a estabi-

160 Segundo os defendentes, não seria incomum que em situações semelhantes, os “primeiros passos adotados pelo controlador” seriam: i) convocar AGO para destituir o CA indesejável; ii) reduzir o número de conselheiros para dificultar a eleição pelos minoritários de conselheiros não alinhados à administração; iii) vender os ativos para gerar caixa; iv) liquidar gradualmente a companhia para distribuição do caixa, em evidente prejuízo a seus empregados e demais acionistas por força da liquidação de companhia próspera” (fl. 895);

lização da administração e de profissionais chave para a Companhia e ajudar a atrair e reter profissionais estratégicos;

(iv) no caso da HRT, por ser uma Companhia sem controle definido é que se teria incluído “uma cláusula de alteração da maioria (sic) dos então membros do Conselho de Administração, o que era plenamente adequado para as características específicas da Companhia”, pois a alteração da maioria dos antigos membros do Conselho de Administração “poderia levar a uma alteração drástica nas conduções do negócio da Companhia” (fl. 892) Para companhias com essa composição societária, a alteração significativa na composição do Conselho de Administração poderia ser considerada alteração de controle¹⁶¹;

(v) esse tipo de mecanismo não representaria uma “*blindagem à administração da companhia*”, pois o direito de eleger ou destituir administradores não fora negado ou cerceado aos acionistas;

(vi) os valores de indenização adotados para os integrantes do Senior Management (duas e três vezes a remuneração global anual) não seriam incomuns ao se comparar com instrumentos semelhantes adotados nos Estados Unidos ou no Canadá. Haveria também exemplos de planos em que o acionamento dar-se-ia mesmo com a renúncia do profissional¹⁶² (fls. 893/894);

(vii) o clima de instabilidade na HRT teria levado Wagner Peres, Diretor Presidente da HRT America, responsável pela campanha exploratória na Namíbia, a afirmar que sairia da Companhia, junto com sua equipe, no caso de alteração no Conselho de Administração, o que poderia causar danos irreversíveis à Companhia, por se tratar de projeto de capital intensivo com o qual a HRT estaria irrevogavelmente comprometida (fl. 896);

(viii) na visão dos defendentes, a renúncia de alguns administradores poucos meses após sua aprovação pelo Conselho de Administração teria ocorrido “*porque eles não se sentiriam mais confortáveis em realizar suas funções após a alteração significativa na composição do Conselho de Administração da Companhia*”.(fl. 897);

(ix) ainda assim, dos vinte e oito beneficiários do *Severance Package*, apenas quatro se desligaram da Companhia. O argumento de que eles

161 Citou trechos de dois Severance Packages de companhias estrangeiras, dos quais se entende que a troca da maioria dos membros do Conselho de Administração configuraria troca de controle (fls. 892/893);

162 Citou trecho Severance Package no qual se lê: “The Severance benefits are payable if a named executive officer is terminated or resigns for good reason” (fl. 894).

não se desligaram porque o pacote não previa indenização em caso de demissão voluntária seria infundados, pois, se não houvesse esse pacote, esses funcionários teriam se desligado da HRT, “pois eles acompanhavam o Sr. Wagner Peres desde a British Petroleum” (fl. 898);

(x) a CVM não poderia adentrar no mérito da decisão tomada pelo Conselho de Administração, mas somente avaliar a regularidade do processo adotado. Nesse sentido, o Conselho seria competente para aprovar esse tipo de plano, e os conselheiros teriam sido diligentes em sua análise e aprovação (fls. 900/901);

(xi) a estrutura geral do *Severance Package* teria sido aprovada por dez dos onze conselheiros. O comitê de remuneração, composto apenas por conselheiros independentes, teria revisto e alterado substancialmente a sua estrutura geral e recomendando a sua aprovação pelo Conselho de Administração, que o fez por unanimidade¹⁶³ em reunião de 04.03.2013;

(xii) a infração ao art. 154 da Lei nº 6.404/76 ocorreria somente se o ato da administração, mesmo formalmente legal, visasse a atingir finalidades diversas (espécie de fraude à lei ou ao estatuto social da companhia)¹⁶⁴. Isso não teria ocorrido, pois somente se teria buscado o melhor interesse da Companhia, tanto que a Acusação não teria questionado a diligência dos administradores¹⁶⁵;

(xiii) a decisão tomada pelos administradores estaria protegida pela *business judgement rule*¹⁶⁶, pois teria sido tomada de maneira informada, refletida e desinteressada (fl. 912); e

48. Wagner Peres apresentou as seguintes principais argumentações em sua defesa (fls. 962 a 1131):

(i) a HRT, no final de 2012, seria uma companhia vulnerável a tomadas de controle hostis, visto que apresentava estrutura de capital disperso, sem controlador definido, além de “*ativos muito valiosos, valor patrimonial expressivo, dinheiro em caixa, baixo endividamento, plano de negócios em andamento, com vultoso ativo circulante, mas com preço de bolsa em queda*” (fl. 966).

163 Embora C.L.P. tenha alegado que não aprovou o pacote (fls. 902/903).

164 Citou o voto do diretor Otávio Yazbek no âmbito do PAS RJ2008/4857, parágrafos 30 e 31 e entendimento de Nelson Eizirik, em A Lei das S/A Comentada, vol. II, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 361) (fls. 906/907).

165 Citou Luiz Antonio de Sampaio Campos em Direito das Companhias, páginas 1200/1201 (fls. 907/908).

166 Citou o voto do Diretor Pedro Marcílio no âmbito do PAS RJ2005/1443 e da Diretora Ana Novaes no âmbito do PAS RJ2008/9574 (fls. 908 a 912).

(ii) essa vulnerabilidade teria se confirmado em dezembro de 2012 com o recebimento da proposta de aquisição de controle por companhia aberta do setor de óleo e gás, a qual foi rejeitada após deliberação do Conselho de Administração. Contudo, se a tomada de controle fosse exitosa, “*ela seria seguida da substituição de diversos executivos, senão todos, membros do corpo técnico da Companhia por executivos do corpo técnico da [O. P.]*” (fl. 972), o que teria gerado muita insegurança no corpo técnico da Companhia¹⁶⁷;

(iii) o *Severance Package* seria um incentivo econômico, sem característica remuneratória, elaborado pela administração com o objetivo de garantir que os executivos mais importantes da Companhia permanecessem em seus cargos mesmo sabendo que uma tomada de controle poderia ocorrer, com a demissão de vários executivos¹⁶⁸;

(iv) o *Severance Package* faz mais sentido em companhias de capital pulverizado, nas quais os administradores podem ser substituídos caso um novo acionista cresça no capital social e pretenda alterar a administração da companhia - pelo menos dez companhias brasileiras possuiriam pacote semelhante;

(v) ao questionar os valores do *Severance Package*, a SEP teria ignorado o fato de que tal instrumento englobava também obrigação de não competição e não solicitação (*non compete* e *non solicitation*) pelos beneficiários, muito comuns neste tipo de instrumento, e que já justificariam os valores previstos de indenização de um a três salários (fl. 977);

(vi) na RCA de 22.01.2013, o plano foi aprovado por dez entre os onze dos conselheiros de administração, o que demonstraria que o voto do defendente não seria determinante para a aprovação do instrumento. Tal decisão teria sido confirmada na RCA de 04.03.2013 em que todos os membros do Conselho teriam aprovado o *Severance Package* e assinado o memorando de entendimentos com as minutas dos instrumentos. Por sua vez, no momento da deliberação sobre o acionamento do gatilho do *Severance Package* (RCA de 10.05.2013), o defendente teria se absterido de votar;

(vii) portanto, em nenhum momento o defendente teria votado para

¹⁶⁷ Além disso, a proposta contemplaria o cancelamento do projeto de exploração da Namíbia, conduzido predominantemente pela HRT América, o que levaria ao desligamento dos executivos e empregados vinculados a este projeto.

¹⁶⁸ Nesse sentido, ressaltou que “o *Severance* é, em essência, um incentivo profilático contra determinados eventos que podem levar um importante colaborador a deixar a companhia. É uma indenização que a companhia se compromete a pagar ao funcionário chave para que este enfrente o risco de ser demitido e não antecipe sua demissão diante desse risco” (fl. 974).

se beneficiar, tendo participado das deliberações voltadas a aprovar pacote que beneficiaria 28 profissionais e se absteve de votar quando a matéria poderia beneficiá-lo particularmente (RCA de 10.05.2013);

(viii) assim, o fato de ter aprovado um plano de retenção e não competição que beneficiava vinte e oito executivos chave, no interesse da Companhia, não poderia ser considerado conflitos de interesses, especialmente por esse plano ter sido formatado pelos conselheiros independentes da HRT e aprovado por unanimidade;

(ix) para que o art. 156 da Lei nº 6.404/76 pudesse ser aplicado, seria fundamental a demonstração da existência de conflito, contraposição entre os interesses do administrador e os da Companhia¹⁶⁹

(x) por conta da acumulação de cargos de diretor e de conselheiro de administração, seria natural a tomada de decisões em RCA que afetem a diretoria, e isso não significaria conflito de interesses, especialmente quando o Conselho vota “*maciçamente em determinada direção*” (fl. 988);

(xi) aplicar-se-ia à situação a *business judgement rule*, razão pela qual não se poderia responsabilizar, a *posteriori*, administradores por decisões que, tomadas dentro do espaço de discricionariedade a eles conferido pela legislação, tenham eventualmente se demonstrado menos benéficas do que o inicialmente previsto (fl. 991);

(xii) a regra de disparo¹⁷⁰ do direito à indenização teria sido elaborada considerando o contexto de instabilidade da HRT. Na AGO de 29.04.2013, teriam sido eleitos por voto múltiplo, três novos membros do Conselho de Administração, passando a existir “apenas” quatro conselheiros ligados à administração, num total de onze membros. Na visão do defendente, essa modificação teria configurado uma “*troca de poder de controle e a alteração da macroestratégia da Companhia*” (fl. 994);

(xiii) o *Severance Package* teria atingido o fim a que se destinava, uma vez que, não obstante o clima de instabilidade, nenhum de seus beneficiários teria deixado a Companhia antes da AGO de 29.04.2013. Além disso, a saída posterior dos administradores não seria sinal de fracasso do plano, mas uma consequência natural da troca de controle ocorrida; e

169 Citou os votos do diretor-relator Eli Lória no âmbito dos PAS CVM 03/2007 e RJ2007/3453 (fls. 986/987).

170 Cláusula que foi acionada para o recebimento da indenização pelo defendente: “(ii) Rejeição, pela maioria dos acionistas presentes a qualquer Assembleia durante os anos de 2013 e 2014, da proposta de composição do Conselho de Administração sugerida pela administração da Companhia, excluindo Joseph Patrick Ash, Thomas William Ebborn, Peter Lloyd O'Brien, e [C.L.P.]” (fl. 992).

(xiv) a renúncia do defendente não teria sido motivada pelas mudanças que a nova composição do Conselho de Administração queria promover nos projetos da Companhia, bem como pela renúncia de Marcio Mello, com quem o defendente compartilhava a visão empresarial (fl. 997).

49. Marcio Mello apresentou defesa semelhante à de Wagner Peres, com os seguintes pontos adicionais (fls. 1132 a 1312):

(i) diante da capacidade profissional demonstrada pelo defendente, que teria liderado um dos maiores lançamentos de ações do mercado de capitais brasileiros com o IPO da HRT e contribuído para o credenciamento da Companhia como uma operadora A, não seria razoável supor que ele se “*afastaria, no auge de sua capacidade intelectual, do mercado de óleo e gás por três anos para receber aproximadamente R\$10 milhões*” (fl. 1165);

(ii) sua renúncia teria sido motivada exclusivamente pela troca de controle que decorreu da alteração de três dos conselheiros de administração da Companhia, o que, a seu ver, inviabilizaria o pleno exercício de seu mandato, como teria ficado demonstrado na primeira reunião do Conselho de Administração que se seguiu a AGO de 29.04.2013, realizada nos dias 09 e 10.05.2013, em que teria ocorrido “*um verdadeiro bombardeio pelos novos membros do conselho de administração aos principais projetos que vinham sendo levados a efeito pela HRT*” (grifos no original) (fl. 1166); e

(iii) a renúncia não era condição para o disparo do *Severance Package*, mas era a *única alternativa possível para o defendente na situação em que se encontrava à época*.

50. Posteriormente, em 29.05.2014, Wagner Peres e Marcio Mello protocolaram manifestações similares informando a ocorrência de fatos novos relacionados ao processo, quais sejam:

(i) em 30.04.2014, foi realizada a AGO da HRT, tendo sido aprovadas, sem quaisquer ressalvas as demonstrações financeiras e as contas da administração, que contemplavam os valores pagos aos beneficiários do *Severance Package* (item 22 das Demonstrações Financeiras), exonerando, portanto, qualquer responsabilidade de administradores e fiscais (fl. 1356);

(ii) na visão dos defendentes,

“a aprovação das contas, sem ressalva, comprova que a Assembleia Geral da Companhia aquiesceu com a celebração do Severance Package, tornando indiscutível que tal pacote de retenção sempre esteve alinhado aos interesses da Companhia” (fl. 1357); e

(iii) em 13.05.2014, o Conselho de Administração teria aprovado a celebração de “Instrumentos de Transação Extintiva e Preventiva de Litígios” com os defendentes, que colocaria fim a todas as disputas existentes entre eles e a Companhia referentes aos valores devidos a título de *Severance Package*. Além disso, por meio deste instrumento, as partes conferir-se-iam quitação recíproca relativamente à relação que mantiveram durante o período em que os defendentes atuaram como administradores.

VII - Termos de compromisso (Fls. 1344 a 1408)

51. Os termos de compromisso apresentados por Marcio Mello, Wagner Peres, Milton Franke, John Willot, William Fisher, Elia Shikongo e Carlos Gomes foram analisados em processo apartado (Proc. RJ2014/6823) e apreciados pelo Colegiado que, acompanhando as decisões da PFE e da SGE, rejeitou-os em sessão de 14.06.2016 (fls. 1493 a 1494).

52. Milton Franke apresentou pedido de reconsideração da rejeição de sua proposta de termo de compromisso (fls. 1506 a 1521), o qual foi indeferido por unanimidade em reunião do Colegiado de 31.01.2017 (fls. 1658 a 1661).

VIII - Produção de provas (fls. 1500 a 1501)

53. Por meio de despacho de 29.07.2016 (fls. 1500/1501), foi deferido o pedido de produção de provas formulado por Joseph Ash, Peter O’Brien e Thomas Ebbern em suas defesas, referente à apresentação pela Companhia dos seguintes documentos: (i) pareceres de escritórios de advocacia que teriam, na época dos fatos, analisado questões relacionadas ao *Severance Package*; (ii) a proposta de aquisição do controle da HRT formulada por empresa concorrente; e (iii) as gravações de áudio das RCAs que trataram do *Severance Package*, notadamente as RCAs de 22.01.2013 e 04 e 05.03.2013.

54. Também foi deferido o pedido de depoimento pessoal dos defendentes. Por meio de despacho de 24.08.2016, foi indeferido o pedido de Peter O’Brien de adiamento de seu depoimento, tendo sido, no entanto, facultado aos defendentes a possibilidade de apresentarem manifestação por escrito (fl. 1525).

55. Quanto aos documentos solicitados à HRT, em 31.08.2016, a Companhia informou que, devido a mudança de funcionários da empresa, não teria encontrado¹⁷¹

“nenhum parecer jurídico que tenha sido emitido antes da aprovação

171

Também teria sido informada pelos escritórios que não haveria pareceres com data anterior à da RCA.

do plano em sede de reunião de seu então Conselho de Administração datada de 04 de março de 2013 (...) não obstante, anexamos à presente os pareceres emitidos pelos escritórios (...) que, embora tratem do chamado 'Severance Package', foram emitidos em momento posterior à RCA de 04.03.2013" (fls. 1536, 1537 e 1602).¹⁷²

56. Também foram enviados arquivos de áudio das reuniões do Conselho de Administração da HRT dos dias 22/01/2013, 04 e 05/03/2013, 09/04/2013, 23/04/2013, 29/04/2013, 09 e 10/05/2013, 14/06/2013, 27 e 28/06/2013 e 16/07/2013.

57. Em 12.09.2016, Joseph Ash protocolou depoimento escrito (com tradução juramentada do idioma inglês) (fls. 1540 a 1549), no qual afirmou que:

(i) dada a sua experiência profissional, considera-se “um especialista em políticas de corte de pessoal e de tratamento profissional dos funcionários que a diretoria e os acionistas decidem desligar da empresa” (fl. 1541);

(ii) teria se candidatado ao Conselho de Administração da HRT a pedido de John Willot, em função de sua expertise técnica e ao seu histórico de gestão de negócios internacionais. O defendente afirma ter relutado em aceitar o cargo por não se sentir confortável com o fato de o presidente executivo da HRT ser também o presidente do Conselho de Administração, mas, à época, ter-lhe-iam assegurado a separação desses papéis;

(iii) até a AGO de 2013, haveria apenas quatro membros realmente independentes no Conselho da HRT: ele próprio, C.L.P., Thomas Ebborn e Peter O'Brien, os quais teria. Sua independência poderia ser verificada a partir da posição por eles adotada na deliberação acerca do pagamento do bônus de desempenho de 2012 e no fato de que tais conselheiros teriam exigido não integrarem a hipótese de acionamento do *Severance Package*;

(iv) quando da discussão do *Severance Package* (janeiro 2012), a empresa estaria sobre extrema pressão por mal execução do plano de negócios, insatisfação dos investidores e despesas “insustentáveis” (US\$1,3 milhão/dia);

(v) a diretoria teria informado em dezembro de 2012 sobre um possível takeover hostil, havendo uma ameaça de renúncia coletiva da diretora (Rio de Janeiro e Houston) caso uma política de desligamento não fosse implementada;

172

Os referidos pareceres se encontram nas folhas 1603 a 1633 dos autos.

(vi) assim, diante da ameaça de uma “avalanche” de pedidos de emissão, negociaram de boa-fé com base nas informações disponíveis no momento, em defesa dos acionistas da HRT;

(vii) somente mais tarde é que os conselheiros independentes tomaram ciência de que “no outono de 2011 (sic), Márcio e outros diretores haviam celebrado, sem a aprovação do conselho, ‘contratos de não concorrência’ muito semelhantes aos contratos de indenização por desligamento [Severance Package] então em negociação. Se a existência desses contratos de não concorrência já fosse do meu conhecimento, a implementação dos contratos de indenização por desligamento teria tomado um rumo muito diverso”; e

(viii) acrescentou ainda que “ao descobrirmos os fatos, apesar da falta de cooperação da diretoria, imediatamente tomamos medidas legais para recuperar a remuneração dada à diretoria sem a aprovação do conselho” (fl.1546).

58. Thomas Ebberm também protocolou depoimento escrito (com tradução juramentada do idioma inglês) (fls. 1550 a 1559), no qual afirmou, em resumo, que:

(i) ao ser convidado por John Willot e J.S., representante do maior acionista da Companhia, para fazer parte do Conselho de Administração da HRT, tinha um conhecimento geral da companhia, mas não conhecia os diretores e conselheiros que participavam da administração da Companhia;

(ii) após aceitar a posição, teria descoberto que “a situação da HRT e os desafios que ela enfrentava eram mais graves do que supunha”. A situação financeira se deteriorava rapidamente e havia falta de governança e atitude “inamistosa” da diretoria em face dos novos conselheiros independentes;

(iii) teriam havido várias discordâncias com o presidente Marcio Mello com relação à sua visão de governança. Exemplo seria a recusa dos conselheiros independentes em aprovar o bônus de desempenho de 2012;

(iv) as decisões dos conselheiros independentes teriam sido tomadas após cuidadosa reflexão e com base nas melhores informações disponíveis, agindo de boa fé e nos melhores interesses da empresa, apesar de nenhuma das opções disponíveis ser a ideal;

(v) apesar das tentativas de incutir “uma governança mais tradicional”

na cláusula de mudança de controle dos contratos, a solução encontrada teria sido de compromisso e, se não ideal, preservava a independência e imparcialidade dos quatro novos conselheiros independentes. Não fazer nada poderia trazer resultados piores, dado o perigo de saída da diretoria e do pessoal técnico;

(vi) após a renúncia de Marcio Mello é que se teria descoberto que a diretoria não teria negociado de boa fé, ocultando o fato de terem celebrado contratos de não concorrência logo antes da entrada dos novos membros do Conselho de Administração; e

(vii) quando foram descobertos os erros e omissões da diretoria em relação a tais acordos, os conselheiros teriam agido “rápida e diligentemente dos pontos de vista financeiro e de divulgação de informações para corrigir a situação, inclusive tomando medidas legais para recuperar as indenizações de desligamento pagas aos ex-diretores” (fls. 1558/1559).

59. Diante das gravações apresentadas pela Companhia, foi solicitado à SEP a verificação da existência de transcrições do seu conteúdo¹⁷³. Nesse sentido, foram identificadas transcrições juntadas nos autos do PAS CVM nº RJ2014/8013¹⁷⁴, tendo sido solicitado ao diretor relator do referido processo, Roberto Tadeu, o traslado das respectivas folhas, em especial das partes indicadas pela SEP¹⁷⁵. Tais páginas foram anexadas aos autos em 11/10/2016 (fls. 1571 a 1601).

IX - Recapitulação Jurídica dos Fatos (fls. 1634-1661)

60. Em reuniões de 25.10.2016, 17.01.2017 e 31.01.2017 do Colegiado, o pedido do diretor relator de nova definição jurídica dos fatos¹⁷⁶ foi apreciado, tendo-se decidido por

“redefinir juridicamente os fatos capitulados na acusação formulada pela SEP, concluindo, por unanimidade, que os acusados Márcio Mello, Milton Franke e Wagner Peres deveriam responder por suposta infração ao art. 154 da Lei 6.404, mas rejeitando, por maioria, a parte da proposta do Diretor Gustavo Borba referente à inclusão da acusação de infração ao art. 152, para todos os acusados, e ao art. 155, para os acusados Márcio Mello, Milton Franke e Wagner Peres”¹⁷⁷ (fl. 1661).

61. Em 07.02.2017, os acusados foram informados sobre (i) a juntada de novos documentos aos autos (vide itens 52-58); e (ii) a nova definição jurídica dos fatos, tendo

173 Despacho de 27/09/2016, fls. 1563 a 1564.

174 Despacho GEA-3/Nº 165/16, de 04/10/2016 (fls. 1566 a 1567).

175 Despacho de 10/10/2016, fls. 1568 a 1569.

176 Despacho de 25/10/2016, fls. 1634 a 1643.

177 Extrato da ata da reunião do Colegiado nº 05/2017 (fls. 1658 a 1661).

sido concedido o prazo de 30 dias para sua manifestação (fls. 1668 a 1669).

X - Aditamento das defesas (fls. 1693 a 1712 e 1743-1768)

62. Em manifestação conjunta de 20.03.2017, Marcio Mello e Wagner Peres aditaram suas defesas afirmando, além do já informado anteriormente, que (fls. 1693 a 1712):

(i) a formulação de uma nova acusação com a redefinição jurídica dos fatos atentaria contra os princípios do contraditório, da ampla defesa e do devido processo legal, o que ensejaria a nulidade do processo (1700-1703);

(ii) o instituto da redefinição jurídica dos fatos teria sido importado do direito processual penal (*emendatio libelli e mutatio libelli*). Neste caso, na ausência de fatos novos, estar-se-ia diante da *emendatio libelli*;

(iii) a aplicação “*simplista*” deste instituto ao direito administrativo se mostraria incompatível com o princípio da imparcialidade. Na visão dos defendentes, ainda que houvesse previsão expressa na Deliberação CVM nº 538/2008, a atribuição de definição jurídica por parte do próprio Colegiado representaria uma verdadeira inversão de valores em que o julgador funcionando como real acusador (fl. 1701)¹⁷⁸.

(iv)“(…) é inegável que o administrador-juiz, ao dar nova definição jurídica aos fatos apresentados, está formulando a acusação que ele mesmo irá julgar. Uma verdadeira subversão aos princípios que regem o processo administrativo” (grifos no original) (fl. 1701);

(v) “[n]ão há como razoavelmente se esperar que o julgador, enquanto ser humano vá analisar os fatos da acusação pautado por escorreita imparcialidade, quando é ele próprio que firma a convicção sobre a imputação jurídica a ser defendida” (grifos no original) (fls. 1701-1702);

(vi)no que diz respeito aos casos de redefinição jurídica dos fatos, um levantamento feito teria demonstrado que em cerca de 80% dos casos em que houve redefinição jurídica, o Colegiado teria condenado os acusados (tabela à fl. 1703)

(vii) por essas razões, solicitam a nulidade do presente PAS;

(viii) a acusação de violação ao art. 154, da Lei nº 6.401/76 não se s

178 Citou MOREIRA, Egon Bockmann. Processo administrativo: princípios constitucionais e a lei 9.874/1999. 3 ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p.120. e NERY JÚNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade Nery. Comentários ao código de processo civil. 1 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

stentaria, uma vez que, para tanto, seria necessário comprovar a existência de comportamento deliberado dos conselheiros no sentido de agir de forma contrária aos interesses da Companhia. Dito de outro modo, seria necessário que a área técnica comprovasse a ocorrência de dolo ou fraude na aprovação do *Severance Package*¹⁷⁹;

(ix) ademais, segundo a doutrina, o administrador, para os fins do art. 154 da Lei nº 6.404/76, teria uma obrigação de meio, e não de fim. O administrador violaria o referido artigo ao prestigiar interesses de terceiros em detrimento do interesse da Companhia, o que não teria ocorrido. Isso porque, além de ter sido sugerido por conselheiro independente (Joseph Ash), o *Severance Package* teria sido aprovado pela unanimidade dos conselheiros. Assim, para defender que o referido plano não foi aprovado no interesse da Companhia, seria necessário comprovar que houve um conluio entre todos os conselheiros para beneficiar alguns administradores;

(x) tal premissa não se sustentaria, uma vez que os membros do Conselho de Administração à época tinham visões para a Companhia muito diferentes, tendo, inclusive, protagonizado fortes embates na reuniões do Conselho. Logo, não haveria razão para que eles votassem a favor do *Severance Package* somente para beneficiar Marcio Mello e Wagner Peres.

(xi) portanto, o fato de que todos os conselheiros votaram favoravelmente à aprovação do *Severance Package* demonstraria que tal pacote era realmente o melhor para a Companhia naquele momento;

(xii) outra prova de que não teria havido conluio entre os conselheiros seriam as extensas e acaloradas discussões durante as reuniões do Conselho de Administração, conforme descrições das gravações às folhas 1571 a 1601;

(xiii) o parecer de folhas 1614 a 1616 demonstraria a diligência do Conselho de Administração da HRT ao consultar renomado escritório de advocacia a respeito da (não) divulgação dos termos do *Severance Package* para não criar uma falsa impressão de que os administradores estariam tentando coagir os acionistas a manter a chapa da administração; e

179 Citou voto do Diretor Sergio Weguelin no âmbito do PAS 11/1996, julgado em 29/06/2005: “Bem se vê, novamente, que o foco da acusação da CVM recai indevidamente sobre a eficiência da gestão do BANERJ, não dizendo qualquer respeito à relação entre os administradores e os acionistas da companhia, a favor dos quais a Lei 6.404/76 instituiu a vedação da prática de liberalidade. Os fatos narrados evidenciam para mim manifesta má gestão dos negócios do BANERJ, mas não ato de liberalidade, cuja essência consiste na dissipação injustificada dos bens da sociedade. (...) não há nenhuma evidência de fraude ou de tentativa de beneficiar quem quer que seja” (fl. 1704).

(xiv) por fim, requereram a tomada dos depoimentos pessoais de dois profissionais atuantes no setor de exploração de petróleo, os Srs. M.M.S, geólogo, e T.A., geofísico, e de um terceiro profissional identificado como antigo gerente de RH da HRT América, com o objetivo de demonstrar “o contexto de instabilidade interna que contaminou a Companhia e a eficácia do *Severance Package* em reter os seus beneficiários”, bem como “o integral comprometimento e dedicação dos *Defendentes em relação ao sucesso da Companhia*” (fl. 1712).

63. Em 22.03.2017, Milton Franke apresentou nova defesa, nos seguintes principais termos (fls. 1743 a 1768):

(i) o acusado teria sido o único diretor que, mesmo tendo o direito ao *Severance Package*, teria deixado de exercê-lo, permanecendo na HRT e assumindo a posição de Diretor Presidente após a renúncia de Márcio Mello;

(ii) deve-se avaliar o contexto em que o plano foi proposto para que se aplique a *business judgement rule* e para que a autarquia não ingresse no mérito da decisão ou avalie a sua qualidade das decisões tomadas de boa-fé;

(iii) o art. 154 da Lei nº 6.404/76 não propõe a responsabilização do administrador pelo resultado de sua gestão, isto é, as obrigações assumidas pelo administrador seriam de meio e não de resultado, desde que este atue último de forma diligente¹⁸⁰.

(iv) o que se verificaria a partir do processo de discussão e deliberação do *Severance Package* é que o acusado não teria violado tal artigo, uma vez que: (i) a aprovação do *Severance Package* foi realizada pelo Conselho de Administração, com voto de conselheiros independentes, em observância ao estatuto social e à LSA; (ii) o valor pago pela HRT a título de indenização teria observado o limite global de remuneração fixado em AGO pelos acionistas; (iii) já teria sido reconhecido pelo próprio Colegiado que inexistiria conflito de interesses no presente caso; e (iv) a deliberação foi debatida e a decisão tomada em razão da necessidade de retenção dos principais executivos para assegurar o sucesso da campanha exploratória da Namíbia;

(v) tal aprovação também não poderia ser considerada ato de liberalidade, uma vez que além de ter se beneficiado com a retenção de profissionais estratégicos e evitado perdas diárias no projeto da Namíbia, a

180 Dito de outro modo, seria necessário que a área técnica comprovasse a ocorrência de dolo ou fraude na aprovação do *Severance Package*

Companhia se beneficiaria com as cláusulas de não competição e não solicitação fixadas no *Severance Package*;

(vi) o questionamento dos termos e condições do *Severance Package*, em especial das hipóteses de acionamento do referido pacote, representaria uma violação à regra da decisão negocial (*business judgment rule*) acolhida pela CVM em julgamentos anteriores, nos quais foram fixados os critérios que conferem proteção a decisão negocial tomada de maneira informada, refletida e desinteressada;

(vii) no caso do *Severance Package* não restaria dúvidas de que a sua aprovação não somente atendia aos interesses da Companhia, como também era adequada ao fim pretendido de retenção de administradores e executivos estratégicos;

(viii) da análise de *severance agreements* firmados nos Estados Unidos, verifica-se que

“a alteração do controle societário e/ou da composição do Conselho de Administração, não é critério que foge às regras para o disparo de pacotes de incentivo, tendo o Severance Package da HRT sido formulado com base em práticas de mercado”¹⁸¹ (fl. 1763);

(ix) tampouco seria raro que a alteração do controle societário seguida do desligamento espontâneo do executivo ensejasse o acionamento de pacotes de incentivo e retenção. Nesse sentido, mencionou o caso da Lupatech, que de acordo com o seu formulário de referência de 2013, adotaria contrato de trabalho para seus executivos que previa o pagamento de indenização na hipótese de desligamento voluntário que se seguisse a mudança de controle, bem como o caso do plano de opções de compra de ações da BR Home Centers¹⁸² (atualmente);

(x) como circunstância pessoal do acusado, ressaltou que teria renunciado expressamente a indenização ajustada no *Severance Package* quando celebrou contrato de gestão (*Management Agreement*) com a Companhia¹⁸³, e, por conta disso, em caso de condenação, deveria ser aplicado o art. 11, §9º da Lei nº 6.385/76¹⁸⁴ que faz referência ao arrependimento eficaz.

181 Cita como exemplos contratos públicos disponibilizados pela SEC: Audience, Inc., NetApp, Inc, Pacific Biosciences of California, Inc. e Marathon Oil Company (fl. 1763).

182 Cita como exemplos contratos públicos disponibilizados pela SEC: Audience, Inc., NetApp, Inc, Pacific Biosciences of California, Inc. e Marathon Oil Company (fl. 1763).

183 Apresenta comparativo entre o *Severance Package* e o contrato de gestão (fls. 1765 a 1766).

184 Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: (...)

É o relatório.

Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2017.

Gustavo Borba
Diretor-Relator

Voto do Diretor Relator Gustavo Tavares Borba

I. Síntese

1. O presente processo administrativo sancionador (“PAS”) tem por objetivo analisar suposto desvio de poder dos acusados, na qualidade de membros do Conselho de Administração da HRT Participações em Petróleo S.A. (“HRT” ou “Companhia”), na aprovação do pacote de benefícios denominado Severance Package, destinado à indenização de determinados diretores e executivos “estratégicos” da Companhia, em infração ao disposto no art. 154 da Lei nº 6.404 de 1976 (“Lei nº 6.404/76”)¹⁸⁵.

II. Considerações iniciais

2. Antes de adentrar o tema que constitui o objeto do presente processo, gostaria de chamar atenção para uma tendência crescente no Brasil, em questões societárias, de importar institutos próprios de sistemas de common law, em especial do ordenamento jurídico norte-americano, sem a devida reflexão e compatibilização destes institutos com os princípios e as regras próprias do ordenamento jurídico brasileiro.

3. Em diversas oportunidades ao longo deste processo os acusados fizeram referências a instrumentos de severance agreement celebrados por companhias estrangeiras com intuito de demonstrar a habitualidade e a adequação deste tipo de contratação¹⁸⁶. No entanto, uma análise isolada e objetiva das condições previstas no

§9º Serão considerados, na aplicação de penalidades previstas na lei, o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade.

185 Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

186 Na defesa conjunta apresentada por John Willot, Carlos Gomes, Elia Shikongo e William Fisher foram apresentados, ainda, alguns exemplos de companhias abertas brasileiras que adotariam instrumentos de severance agreement. Nesse sentido, ressalta-se que, de acordo com as últimas versões dos formulários de referência disponibilizadas pelas companhias no sistema IPE, dentre as dez companhias mencionadas, (i) três informam não estar em vigência quaisquer “instrumentos que estruturam mecanismos de remuneração ou indenização para os administradores em caso de destituição do cargo ou de aposentadoria”; (ii) quatro divulgam instrumento de indenização vinculado à rescisão do contrato sem justa causa, isto é, por iniciativa da Companhia; e (iii) outras três associam o pagamento de indenização por desligamento da Companhia a verificação de dois requisitos (a) a ocorrência de uma mudança no controle acionário; e (b) a rescisão ou alteração do contrato de trabalho em razão desta mudança na estrutura societária. Acesso em 22.08.2017. Verifica-se, portanto, que também no caso das companhias abertas brasileiras citadas pelos acusados, não há nenhuma que adote de severance agreement com condições semelhante às aprovadas pela HRT.

Severance Package celebrado pela HRT a partir de exemplos de severance agreement adotados por companhias estrangeiras limitar-se-ia a apontar eventuais similitudes de previsões contratuais, sem considerar, contudo, a diferença existente entre os ordenamentos jurídicos em que se inserem tais instrumentos.

4. Dito isso, creio ser fundamental, para a correta análise do caso concreto, que se considerem as diferenças existentes entre o ordenamento jurídico brasileiro e o ordenamento jurídico norte-americano no que diz respeito à competência e à discricionariedade conferida aos órgãos da administração para determinar a remuneração dos administradores.

5. Não obstante os esforços recentes da entidade reguladora norte-americana no sentido de propor mecanismos que assegurem um maior conhecimento e envolvimento dos acionistas na fixação da remuneração dos membros da administração¹⁸⁷, o sistema jurídico americano confere amplos poderes ao board of directors para dispor, entre outras matérias¹⁸⁸, a respeito da compensação a ser atribuída aos administradores da companhia¹⁸⁹, sendo tais poderes limitados somente pelos deveres fiduciários construídos pela Jurisprudência.

6. O sistema jurídico brasileiro, por sua vez, privilegia a Assembleia Geral como órgão máximo competente para fixar a remuneração, individual ou global, dos administradores, bem como quaisquer outros benefícios e verbas de representação a que estes façam jus, nos termos do art. 152, caput, da Lei nº 6.404/76¹⁹⁰.

187 Em 25 de janeiro de 2011, a Securities and Exchange Commission (SEC) passou a exigir das companhias abertas a adoção de um procedimento de votação, conhecido como Say on Pay, a partir do qual os acionistas, de posse das informações divulgadas pela companhia acerca da remuneração dos principais administradores (named executive officers), manifestariam a sua aprovação ou discordância quanto à política de remuneração adotada pela Companhia. Ainda que tal votação não vincule a administração, ela deverá ser realizada em uma periodicidade de até 3 (três) anos e o seu resultado deverá ser divulgado pela companhia em suas informações periódicas. Ressalta-se que a nova regulamentação adotada pela SEC exige ainda que os acionistas se manifestem sobre eventual instrumento de golden parachute adotado pela companhia.

188 Também no que diz respeito a ofertas públicas de aquisição de ações, o sistema norte-americano confere amplos poderes ao Conselho de Administração, a quem competirá não somente avaliar a oportunidade e a conveniência da oferta pública apresentada, como também utilizar medidas defensivas para afastar a investida dos ofertantes. Caso o Conselho de Administração esteja de acordo com os termos da oferta pública, a decisão de aceitar ou rejeitar a oferta passará aos acionistas. Por sua vez, caso os administradores não estejam de acordo com a proposta apresentada, poderão rejeitá-la de imediato e utilizar táticas defensivas contra tais ofertas. Esta seria a principal diferença do sistema norte-americano quando comparado ao sistema europeu, visto que, de acordo com as orientações da Diretiva 2004/25/CE, a atuação dos órgãos da administração deve ser pautada pela neutralidade diante da oferta, cabendo aos acionistas a decisão sobre a venda de suas ações. Desse modo, em regra, a aplicação de medidas defensivas à oferta deve ser previamente autorizada pelos acionistas. Nesse sentido, vide Coutinho, Leticia de Faria Lima. "Aquisição de controle de companhia de capital pulverizado". Coimbra: Almedina, 2013. pp. 51-56.

189 Tal como exposto pelo Ex-Diretor da CVM Marcos Pinto em sua dissertação de mestrado acerca da "Relação entre dispersão acionária e remuneração dos administradores de companhias abertas", defendida junto à Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas em 2011, "na medida em que a propriedade acionária se torna mais dispersa, os administradores adquirem maior influência sobre a determinação de sua própria remuneração. (...) Quando a companhia deixa de ter um acionista majoritário, esse controle se torna mais difícil e os administradores acabam, no limite, por fixar a própria remuneração" (fl. 10). O autor acrescenta ainda que, "esse problema é exacerbado em países que, como os Estados Unidos, conferem amplos poderes ao conselho de administração para determinar a compensação dos executivos" (fl. 11). Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8929>.

190 "Art. 152. A assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado. ()" (g.n.)

7. Desta forma, cabe aos acionistas da companhia, em Assembleia, optar pela definição específica da remuneração de cada administrador ou pela fixação da remuneração global da Administração, hipótese em que esse montante genérico decidido em Assembleia Geral constituirá o limite máximo dentro do qual o Conselho de Administração terá que trabalhar para definir a remuneração individual de cada administrador.

8. Importante salientar que o art. 152 da Lei nº 6.404/76 é explícito no sentido de que não apenas a remuneração *strictu sensu*, como também os “benefícios de qualquer natureza” devem ser fixados pela Assembleia Geral ou estar abrangidos pelo teto remuneratório por ela estabelecido. As alterações promovidas pela Lei nº 9.457/97 tiveram justamente o objetivo de deixar isso claro, de modo a afastar dúvidas quanto à obrigação legal de que qualquer benefício pecuniário conferido aos administradores deve estar em sintonia com a decisão assemblear sobre o tema.

9. Desse modo, quando a Assembleia delegar a fixação da remuneração individual ao Conselho de Administração, caberá a este observar, nos exatos limites da delegação realizada, o teto máximo fixado pela Assembleia Geral, a quem compete, por determinação legal, a última palavra em matéria de remuneração dos administradores¹⁹¹.

10. Esclareço que essa breve exposição sobre as diferenças entre os ordenamentos jurídicos brasileiro e norte-americano tem o objetivo de demonstrar que o fato de instrumentos de severance agreement serem habitualmente adotados pelos boards of directors de companhias norte-americanas ou, ainda, as suas características serem objeto de decisões judiciais estrangeiras pouco contribui para esclarecer a adequação do Severance Package em discussão às normas previstas na legislação societária nacional.

11. Ademais, afigura-se importante ressaltar que não está em análise, no presente processo, a legalidade genérica desse tipo de pacote de benefícios frente ao ordenamento jurídico nacional, mas sim as condutas dos acusados durante o processo de aprovação do Severance Package, bem como as características específicas desse pacote de benefícios em particular.

II.1. DA NATUREZA E DAS CARACTERÍSTICAS DOS PACOTES DE INDENIZAÇÃO (SEVERANCE AGREEMENTS)

12. As ressalvas apresentadas no capítulo anterior são essenciais para que se possa analisar as alegações formuladas por alguns dos acusados no sentido de que a instauração do presente processo decorreria da ausência de familiaridade da área técnica da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) com a estrutura e as condições usualmente empregadas em instrumentos de severance agreement.

¹⁹¹ Aproveito para esclarecer que, não obstante a proposta por mim apresentada ao Colegiado desta CVM no sentido de incluir na recapitulação jurídica dos fatos suposta infração ao art. 152, caput, da Lei nº 6.404/76, tal entendimento foi rejeitado pela maioria do Colegiado, de forma que não é objeto do presente processo a observância pelos conselheiros dos limites máximos de remuneração fixados pela assembleia geral ordinária realizada em 29.04.2013.

13. Em linhas gerais, o severance agreement é um instrumento de indenização celebrado entre a companhia e seus profissionais para que estes tenham assegurado o recebimento de uma compensação pecuniária em caso de desligamento da companhia. A despeito dessa estrutura geral, comum a todos os contratos da espécie, verifica-se, a partir da experiência de companhias brasileiras e estrangeiras, que os termos e condições do severance agreement variam conforme os propósitos almejados pela administração e a conjuntura econômica e societária da companhia quando de sua adoção.

14. Dentre os diversos objetivos de instrumentos de severance agreement pode-se destacar: (i) assegurar a determinados profissionais, membros da administração e executivos estratégicos da companhia, maior estabilidade no exercício de suas funções¹⁹²; (ii) solucionar problemas de gestão, alinhando o perfil de risco dos administradores aos interesses dos acionistas¹⁹³; (iii) implementar medida defensiva contra eventuais ofertas hostis de tomada de controle (golden parachute); e (iv) complementar a remuneração dos administradores, de modo a oferecer atrativos adicionais para a contratação de determinado profissional estratégico.

15. Assim, as condições previstas em cada severance agreement, em especial as hipóteses que autorizam o pagamento da indenização, devem estar alinhadas à finalidade pretendida pela Administração da companhia. Não é a toa que os instrumentos de severance agreement são introduzidos por preâmbulos que buscam contextualizar os fundamentos que justificaram a celebração do contrato pela companhia.

16. Por essa razão, ao avaliar o processo de elaboração do Severance Package, bem como as condições finais aprovadas pelo Conselho de Administração da HRT, deve-se ter em mente não somente os deveres impostos pelo ordenamento jurídico brasileiro, em especial o dever de agir no interesse social, como também os motivos declarados pela Administração como determinantes para a aprovação do Severance Package, notadamente o propósito de manter executivos estratégicos durante um período de instabilidade da Companhia.

192 Em determinadas circunstâncias de instabilidade, tal como a maior exposição da companhia a uma eventual tomada hostil de controle, a adoção de um instrumento de severance agreement pode proporcionar um efeito estabilizador, uma vez que oferece um incentivo financeiro a determinados profissionais estratégicos para que estes enfrentem o risco de serem demitidos e não antecipem a sua demissão. Isso porque, em um cenário de incerteza quanto à manutenção de seus cargos, a tendência natural é que tais profissionais busquem oportunidades em outras companhias, de modo a evitar uma eventual demissão futura.

193 Nesse sentido, vide “Mansi, Sattar and Wald, John K. and Zhang, Andrew (Jianzhong), Severance Agreements and the Cost of Debt (26 de Julho de 2016). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2228300> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2228300>”; e “Fluharty-Jaidee, Jonathan Thomas, Ex-Post Incentives of CEO Compensation: Modeling the Risk-Taking Incentives of CEOs Paid with Severance (18 de Janeiro de 2017). Disponível no SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2897602>”. Os estudos desenvolvidos pelos citados autores demonstram a existência, em determinados casos, de uma relação entre a adoção de instrumentos de severance agreements e a gestão de risco no processo de tomada de decisão por administradores. Neste contexto, tais instrumentos seriam utilizados pelas companhias como forma de solucionar problemas de administração, incluindo a conduta “avessa a riscos” manifestada por determinados administradores que, na gestão das atividades sociais, optam por decisões mais confortáveis e menos expostas aos riscos negociais, de modo a assegurar a manutenção de suas posições na administração da companhia.

17. Isso não significa, contudo, que se esteja a questionar a conveniência e a oportunidade desse tipo de pacote de benefícios ou, ainda, a sua eficácia como instrumento de retenção de profissionais estratégicos. Muito pelo contrário. Tal como mencionado anteriormente, o objetivo deste processo é analisar se, a partir das informações e das circunstâncias existentes à época dos fatos, as condutas adotadas pelos conselheiros acusados, durante e após o processo decisório que resultou na aprovação do Severance Package, observaram, ao menos em tese, os melhores interesses da Companhia.

18. Feitas essas considerações iniciais, passo a analisar o objeto do presente processo.

III. PRELIMINARES

19. Os acusados Marcio Mello e Wagner Peres requereram a tomada dos depoimentos pessoais de dois profissionais atuantes no setor de exploração de petróleo e um terceiro profissional identificado como antigo gerente de RH da HRT América (fls. 1693-1712).

20. Na palavra dos acusados, a produção desta prova oral teria por objetivo demonstrar “o integral comprometimento e dedicação dos Defendentes em relação ao sucesso da Companhia”, bem como “o contexto de instabilidade interna que contaminou a Companhia e a eficácia do Severance Package em reter os seus beneficiários” (fl. 1712). Afora esta justificativa, não foram apresentados esclarecimentos adicionais acerca da relevância de tais depoimentos para a apreciação e julgamento do mérito do presente processo.

21. Diante dos fundamentos que embasaram o referido pedido, entendo ser desnecessária a produção da prova oral requerida, pois não está em análise neste processo o desempenho dos acusados como administradores da HRT ou mesmo a sua dedicação às atividades sociais, de forma que o depoimento pessoal de um profissional alheio aos assuntos internos da Companhia seria impertinente para o esclarecimento do processo de tomada de decisão que culminou com a aprovação do Severance Package.

22. No que diz respeito ao contexto que precedeu à aprovação deste pacote e sua eficácia como instrumento de retenção de profissionais estratégicos, entendo que tais informações foram exaustivamente abordadas nas manifestações prestadas ao longo da fase de instrução, bem como nas defesas apresentadas pelos acusados, razão pela qual considero desnecessária a colheita dessa prova oral.

23. Diante do exposto, voto pelo indeferimento do pedido de prova oral formulado por Marcio Mello e Wagner Peres.

24. Quanto à alegação apresentada por Milton Franke de que o Termo de Acusação seria inepto em virtude da ausência de comprovação de que o acusado teria recebido ou ainda faria jus ao benefício da indenização ajustada no Severance Package (fls.

602635), cumpre observar que, diante da recapitulação jurídica dos fatos ocorrida em 31.01.2017¹⁹⁴, essa questão perdeu o objeto, tanto que não foi reiterada na manifestação apresentada pelo acusado posteriormente à recapitulação.

25. Superada estas questões preliminares, passa-se, então, à análise do mérito.

IV. MÉRITO

IV.1. Da Regra da Decisão Negocial - Aspectos Gerais

26. A Acusação baseia-se no aparente desequilíbrio das regras do Severance Package que beneficiavam os membros do Senior Management, do que decorreria violação aos deveres fiduciários dos Conselheiros, em virtude de terem direcionado sua atuação em sentido contrário aos interesses sociais (art. 154 da Lei nº 6.404/76).

27. Tal desequilíbrio se revelaria, primordialmente, em uma das hipóteses de disparo prevista na Cláusula Primeira do Severance Package, segundo a qual os administradores integrantes do Senior Management fariam jus ao recebimento da indenização ajustada caso decidissem se desligar da Companhia, bastando, para tanto, que houvesse prévia rejeição, pelas Assembleias Gerais realizadas nos exercícios de 2013 e 2014, de qualquer um dos nomes indicados na proposta de composição do Conselho sugerida pela Administração, com exceção apenas dos conselheiros independentes Joseph Ash, Thomas Ebbern, Peter O'Brien e Charles Putz.

28. Na visão da área técnica, da forma como aprovado, o Severance Package teria conferido “contornos de blindagem” (fl. 442) à Administração da Companhia, uma vez que o pagamento da indenização não estaria condicionado a uma alteração substancial na composição do Conselho de Administração que pudesse comprometer a formação da maioria nas deliberações do órgão e, por conseguinte, alterar a orientação dos negócios sociais.

29. Acrescenta a área técnica que, muito embora a justificativa apresentada para aprovação do Severance Package fosse a retenção de profissionais estratégicos, tal instrumento, nos termos como foi ajustado, atuaria como “plano de incentivo à demissão voluntária” (fl. 446), visto que a indenização seria devida ainda que o desligamento da Companhia se desse por iniciativa do próprio Administrador.

30. Acrescenta a SEP que a decisão de não divulgar aos acionistas as informações detalhadas do Severance Package, especialmente as hipóteses de disparo e as consequências financeiras que potencialmente poderiam advir de eventual não reeleição dos administradores, inviabilizaria o declarado propósito de estabilizar a Admini-

194 A recapitulação jurídica dos fatos objeto do presente processo foi analisada inicialmente na reunião do Colegiado realizada em 25.10.2016. Contudo, em razão dos pedidos de vista do Diretor Pablo Renteria, nesta data, e posteriormente, do Diretor Henrique Machado em 17.01.2017, a deliberação final acerca da matéria foi tomada em reunião de 31.01.2017 (fls. 1658-1661).

stração da Companhia.

31. Antes de analisar a conduta dos acusados, cumpre destacar que, ao fixar os deveres e obrigações a serem observados pelos administradores no exercício de suas atividades, o legislador optou por estabelecer standards gerais, isto é, padrões de conduta construídos a partir de conceitos genéricos cuja definição se amolda às peculiaridades de cada caso.

32. Nesse sentido, o art. 154 da Lei nº 6.404/76¹⁹⁵, que fundamenta a acusação, estabelece os interesses que devem orientar a atuação dos administradores na gestão da companhia¹⁹⁶. Exige-se do Administrador que suas decisões na condução dos negócios sociais sejam tomadas sempre considerando o melhor interesse da companhia, o qual deverá se sobrepor não somente aos interesses particulares do próprio Administrador como também aos interesses de quem o tenha elegido.

33. Contrariamente, age em desvio de poder aquele Administrador que, embora exercendo suas atividades dentro dos limites formais de discricionariedade a ele conferidos, pratica determinado ato buscando finalidades diversas daquelas exigidas pelo interesse social.

34. O dever de agir no interesse da companhia, consubstanciado no art. 154 da Lei nº 6.404/76, deve ser observado pelo Administrador em todos os seus atos, seja no monitoramento e fiscalização das atividades sociais, seja na tomada de decisões negociais e no seu comportamento geral em relação à companhia.

35. No entanto, em se tratando de decisão negocial, o padrão de revisão a ser adotado pelo julgador na análise da adequação da conduta do Administrador é diferente, tal como já reconhecido em diversos precedentes da CVM.

36. Isso porque a atuação do Regulador, ao avaliar determinada decisão negocial, envolve grande complexidade e riscos muito maiores, tanto que, a depender do grau de interferência, o julgador poderá desencorajar a tomada de decisões arriscadas e desestimular o ingresso de profissionais especializados nos cargos de administração das companhias abertas. Soma-se a isso o fato de que as circunstâncias e as informações disponíveis no momento da tomada de decisão são muito distintas daquelas existentes no momento da avaliação do julgador, o que impõe extremo cuidado e parcimônia nessa análise posterior¹⁹⁷.

195 “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.”

196 Como expõe Flávia Parente, “o interesse social representa o limite da discricionariedade atribuída aos administradores em relação à condução dos negócios sociais” (O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 135)

197 Ainda no que diz respeito às limitações impostas à avaliação do julgador, destaco o seguinte trecho da manifestação de voto que proferi no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/5099, j. em 15.03.2016: “A CVM deve, portanto, adotar a postura de máxima deferência quanto à decisão dos órgãos sociais pertinentes à remuneração dos administradores,

37. Por essas razões, ao avaliar decisões negociais tomadas por administradores de companhias abertas, o Colegiado da CVM vem adotando o padrão de revisão (standard of review) da business judgment rule (regra de decisão negocial)¹⁹⁸, desenvolvido a partir da jurisprudência norte-americana, cuja compatibilização com o ordenamento jurídico nacional e, em especial, com os deveres fiduciários previstos na Lei nº 6.404/76, já foi confirmada pela jurisprudência¹⁹⁹ e pela CVM²⁰⁰ em diversas oportunidades.

38. Assim, em se tratando de decisão negocial tomada pela Administração no âmbito da esfera de discricionariedade conferida pela legislação societária e pelo estatuto social²⁰¹, a business judgment rule pressupõe que, observados certos cuidados durante o processo decisório, não caberá ao julgador substituir-se aos administradores para avaliar a adequação e o mérito da decisão tomada.

39. Desse modo, confere-se proteção à decisão negocial, limitando a responsabilidade dos administradores que participaram da tomada de decisão às situações em que se possa demonstrar que eles agiram com falta de diligência, má-fé ou contra os interesses sociais²⁰².

40. Ao se aplicar a business judgment rule, restringe-se a esfera de atuação do julgador, a quem caberá analisar tão somente se o comportamento do administrador ao longo do processo decisório demonstra que ele atuou de maneira informada, refletida e desinteressada, ainda que, posteriormente, considerando os resultados obtidos, venha a se verificar que a decisão tomada não foi a mais benéfica para a companhia.

41. No entanto, caso se verifique a existência de interesse em relação à questão a ser decidida, afasta-se o padrão de revisão da business judgment rule, analisando-se, conforme o caso, segundo as regras de impedimento de voto ou pela aplicação do padrão de revisão da entire fairness, hipótese em que o foco da análise volta-se aos detalhes e às condições da decisão tomada.

42. Conforme exposto na decisão de recapitulação jurídica dos fatos (fls. 1.6341.643 e 1.653-1.654), não havia, no caso, impedimento de voto dos Conselheiros que eram

apenas se admitindo a análise de eventuais excessos remuneratórios, mesmo assim com muita parcimônia, em situações em que o abuso de poder se apresenta de forma realmente flagrante, inequívoca, injustificável e manifesta”.

198 PAS CVM nº 08/05, Rel. Eli Loria, j. em 12.12.2007; PAS CVM nº 21/04, Rel. Pedro Oliva Marcilio, j. em 15.05.2007; PAS CVM RJ2007/4776, Rel. Eli Loria, j. em 12.03.2008; PAS CVM nº 09/2006, Rel. Ana Novaes, j. em 05.03.2013.

199 TJSP, Apelação Cível nº 543.194-4/9-00, Rel. Des. Vito Guglielmi, São Paulo, j. em 11.12.2008.

200 PAS CVM nº 03/02, Rel. Norma Jonssen Parente, j. em 12.02.2004; PAS CVM nº RJ2008/9574, Rel. Ana Novaes, j. em 27.11.2012; e PAS CVM nº RJ2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio, j. em 10.05.2006.

201 Nos termos expostos nas considerações iniciais deste voto, o presente processo não tem por objetivo analisar a conduta dos acusados à luz do disposto no artigo 152, caput, da Lei nº 6.404/76. Desse modo, ao analisar as infrações imputadas aos acusados pela área técnica desta CVM, adoto como pressuposto que a atuação dos membros do conselho de administração da HRT se deu nos limites de discricionariedade conferidos pela legislação societária e pelo estatuto social da Companhia, não se tratando, portanto, de ato ilegal ou ultra vires.

202 Nesse sentido, em sua obra “A administração de Companhias e a Business Judgment Rule” (2017), Pedro Henrique Castello Brigagão afirma que “Enquanto não houver indicativos de que a conduta do administrador se incumbiu de má-fé, falta de diligência ou desrespeito aos interesses sociais, tanto ele quanto a sua decisão manter-se-ão intactos e protegidos pela business judgment rule” (p. 120).

potenciais beneficiários do Severance Package. Esses Conselheiros interessados, contudo, estão submetidos a padrão de conduta bem mais elevado, cabendo a eles não somente demonstrar a busca adequada de informações e a reflexão sobre a matéria a ser deliberada, mas atuar de forma a garantir que o conteúdo da decisão negocial seja estritamente equitativo, razoável e atenda aos interesses da companhia.

43. Assim, durante o processo decisório, exige-se desses conselheiros cautela redobrada de modo a assegurar que os seus interesses particulares não influenciem o processo decisório de modo a relegar para segundo plano os interesses da companhia.

44. Nesse contexto, o Colegiado da CVM encontra-se diante da difícil tarefa de avaliar se os Conselheiros beneficiários do Severance Package atuaram buscando o melhor interesse da HRT, levando em conta, nessa análise, tanto os termos e condições previstos no memorando assinado em 05.03.2013, como também as condutas destes administradores ao longo das reuniões do Conselho.

45. Esclareço que, muito embora se trate de uma decisão tomada por um órgão colegiado, composto em maioria por conselheiros supostamente independentes, e, a princípio, desinteressados, a situação e a conduta de cada um dos membros do Conselho de Administração da HRT durante o processo decisório que antecedeu a aprovação do Severance Package revelaram-se muito distintas. Assim, tendo em vista as circunstâncias específicas deste processo, as quais serão demonstradas ao longo deste voto, entendo que o mais adequado é avaliar caso a caso a participação de cada um dos acusados nas discussões relacionadas ao Severance Package.

46. No entanto, antes de passar a análise da conduta individual dos conselheiros, resgato rapidamente a cronologia dos eventos envolvendo a aprovação do referido plano.

IV.2. DA CRONOLOGIA DOS FATOS RELACIONADOS AO SEVERANCE PACKAGE

47. Conforme se verifica a partir das manifestações dos acusados, a possibilidade de celebração de instrumento de proteção a profissionais ligados à HRT teria sido objeto de discussão entre os conselheiros Joseph Ash e Wagner Peres no final de dezembro de 2012.

48. Logo em seguida, em 08 de janeiro de 2013, o assunto foi discutido entre Joseph Ash e Marcio Mello, que, nesta ocasião, teria informado que a administração executiva da Companhia, em conjunto com os departamentos de recursos humanos e jurídico, já estaria conduzindo estudos sobre um pacote de indenizações a ser apresentado ao Conselho de Administração.

49. Em 18 de janeiro de 2013, uma primeira minuta do pacote teria sido encaminhada aos conselheiros.

50. As condições desta minuta estão refletidas em apresentação datada de “Janeiro

de 2013” referente ao “Plano de Indenização/Captação de Valor” (fls. 109-116), entre as quais se destacam (i) a previsão de acionamento do pacote de benefícios em caso de “término da relação profissional sem justa causa/renúncia e em decorrência da mudança de controle da Companhia” (fl. 111); e (ii) o valor de indenização para o Diretor Presidente, fixado em quatro vezes o valor da sua remuneração anual global.

51. Compulsando os autos, verifica-se que, nos dias que precederam a primeira reunião do Conselho de Administração que deliberou sobre o Severance Package, após o envio da minuta preliminar do plano, foram trocados e-mails entre os conselheiros sobre o assunto. Nesse sentido, em 18 de janeiro de 2013, Charles Pütz teria encaminhado e-mail a Joseph Ash tratando do “pacote de indenizações” e demonstrando a sua preocupação com a questão da mudança de controle abordada na proposta.

52. Por sua vez, em 19 de janeiro, Joseph Ash teria encaminhado e-mail a Charles Putz e Thomas Ebberm demonstrando a sua surpresa com as condições constantes na minuta circulada, nos termos que transcrevo a seguir:

“vou ter de comunicar a Marcio quão confuso eu estou que uma sugestão para proporcionar segurança frente a uma mudança de controle, em troca de garantir que as decisões sejam tomadas no melhor interesse da HRT tenha se transformado em uma disputa de dinheiro e potencial destituição de uma empresa” (fl. 852).

53. Da mesma forma, em 21.01.2013, Peter O’Brien teria encaminhado e-mail aos membros do Conselho de Administração suscitando questionamentos sobre determinadas condições ajustadas na primeira minuta do *severance agreement* (fls. 846-851). Nesse sentido, cumpre destacar os seguintes trechos do referido e-mail, em tradução livre:

“Eu não acredito que o pacote proposto passou pelo Comitê de Remuneração, e sinto fortemente que deveria ser ao menos revisado, e idealmente, aprovado primeiramente pelo Comitê, e posteriormente ser apresentado ao Conselho de Administração com a visão do Comitê de Remuneração, informações comparadas e a versão do acordo propostos. (...)”

2) Nós sabemos há algum tempo que a HRT deve separar as funções do Presidente do Conselho e Diretor Presidente para se adequar as regras brasileiras, e que esta regra deve ser cumprida até maio de 2014. Eu estou confiante de que o Novo Mercado/Regulador brasileiro não pretendeu que esta solicitação fosse usada pela administração para negociar Golden Parachute. (...) Na minha opinião, a alta administração não deveria receber remuneração adicional se o Marcio permanecer como presidente do conselho de administração, mas houver um novo CEO com quem o membro do *Senior Management* não queira trabalhar. E certamente, não se eles decidirem renunciar por conta própria.

5) Por que devemos mantê-la confidencial? Esta é claramente uma informação relevante se aprovada, e os acionistas devem ter conhecimento em certo nível de detalhamento. (...)” (grifos meus)

54. Assim, em 22.01.2013, a partir da minuta preliminar encaminhada para discussão, o Conselho de Administração deliberou sobre a adoção do *Severance Package*.

55. *De acordo com os esclarecimentos prestados por Charles Putz,*

“da forma como originalmente apresentada pelo Presidente da Empresa e do Conselho a proposta estava em escandaloso conflito com os interesses da empresa, pois a substituição de qualquer membro do Conselho de Administração daria direito aos Diretores Estatutários renunciarem recebendo generosa indenização, e a tal renúncia daria direito a funcionário e executivos chave fazerem o mesmo. (...) Adicionalmente, os Conselheiros que fossem substituídos receberiam um ano de indenização (...)” (fl. 238239).

56. Em desacordo com a proposta apresentada, Joseph Ash, Thomas Ebbern, Peter O’Brien, Charles Putz, John Willot e William Fisher teriam se reunido separadamente e apresentado contraproposta (fls. 245 e 246).

57. No que diz respeito às hipóteses de acionamento do *Severance Package*, *de acordo com a manifestação preliminar apresentada por Peter O’Brien (fl. 255-259)*, a contraproposta destes conselheiros era restringir o pagamento da indenização somente aos casos de alteração da maioria do Conselho de Administração, o que, em uma companhia com dispersão acionária poderia representar uma alteração no poder de controle. Marcio Mello e Wagner Peres, contudo, insistiram que o *Severance Package* deveria ser acionado na hipótese de destituição de quaisquer dos membros do Conselho de Administração.

58. Segundo as manifestações de Charles Putz, Thomas Ebbern e Joseph Ash, durante as negociações do *Severance Package* na reunião de 22.01.2013, Marcio Mello e Wagner Peres teriam afirmado expressamente que não trabalhariam em um ambiente de conflito dentro do Conselho de Administração.

59. Além disso, tanto Marcio Mello quanto Wagner Peres teriam declarado que, caso viessem a se retirar da Companhia, os profissionais que os acompanhavam desde o início também sairiam. Nesse sentido, destaco os seguintes trechos das manifestações destes conselheiros:

“Eu, inclusive, já havia manifestado meu descontentamento com a situação de instabilidade da Companhia e havia expressado que, se o Conselho de

Administração ficasse dividido, sairia da Companhia, juntamente com os profissionais que me acompanhavam desde a B[ritish] P[etroleum]” - Wagner Peres (fl. 236)

“Eu mesmo já havia manifestado minha insatisfação com o período de instabilidade pelo qual passava a Companhia (...)” - Marcio Mello (fi. 230)

60. Após intensas discussões, ao final da reunião, teria sido adotada soiução conciliatória e aprovados os termos gerais a serem refletidos no instrumento de *Severance Package*, no sentido de restringir a hipótese de acionamento do plano a não eleição dos antigos nenbros do Conselho de Administração, bem como reduzir o valor da indenização devida ao diretor presidente de 4 (quatro) para 3 (três) vezes o valor da sua remuneração anual global (fixa e variável). Teria sido incluída, ainda, a previsão de obrigação de não competição e não solicitação por parte dos beneficiários do plano²⁰³.

61. Após a reunião do Conselho de Administração de 22.01.2013, a tarefa de elaborar os acordos definitivos foi atribuída ao comitê de remuneração, formado por Joseph Ash, Peter O’Brien e Thomas Ebbern e que contou ainda com a participação de John Willot. Ao longo do mês de fevereiro, e-mails teriam sido trocados entre os membros do comitê e os conselheiros independentes sobre a elaboração de um *term sheet* para o *Severance Package*. Além disso, em 25.02.2013, uma nova minuta elaborada pela administração da HRT teria sido encaminhada a este grupo para comentários, a qual foi discutida pelos conselheiros em teleconferência realizada em 28.02.2013.

62. Em 04.03.2013, foi aprovada a minuta final do *Severance Package*, nas não sem antes ter se verificado una nova rodada de discussões entre os conselheiros acerca das condições do piano.

63. Discutiui-se novamente a questão da hipótese de acionamento do *Severance Package* em caso de alteração da composição do Conselho de Administração e, nesse sentido, Marcio Mello e Wagner Peres defenderam que qualquer decisão dos acionistas ao longo dos exercícios de 2013 e 2014 que importasse na alteração da composição do Conselho de Administração deveria constar como hipótese de acionamento do pacote, uma vez que os conselheiros deveriam ter a oportunidade de cumprir os seus mandatos até o final, sem a interferência dos acionistas, não havendo distinção entre antigos membros do Conselho de Administração e os conselheiros eleitos ao final de 2012.

64. Em contrapartida, os conselheiros independentes Thomas Ebbern, Joseph Ash, Peter O’Brien e Charles Putz teriam se recusado a integrar o mecanismo de aciona-

203 A indenização ajustada no *Severance Package* abarcaria também a contraprestação as obrigações de não competição e não solicitação. Contudo, ressaia-se que, quando comparada à indenização fixada nos Instrumentos de Não Competição ceibrados anteriormente por alguns dos administradores da HRT, notadamente Marcio Meio e Wagner Peres, o vaoir ajustado no *Severance Package* seria consideravelmente maior, una vez que considerava não “a última remuneração mensal” recebida pelo administrador, tal como no Instrumento de Não Competição, mas sim a “Remuneração Total Anual”, que considerava não sonente a remuneração nensai, cono também o bônus anuai percebido peio administrador.

mento do *Severance Package* por entenderem que os acionistas deveriam ter a possibilidade de não os reeleger sem que isso representasse um ônus financeiro para a Companhia, visto que estes conselheiros ocupavam cargos na HRT há poucos meses.

65. Outra questão intensamente debatida nesta ocasião foi a divulgação aos acionistas dos termos do *Severance Package*. *Conforme descrito na* transcrição dos diálogos mantidos nesta reunião, verifica-se que, na visão dos conselheiros Peter O'Brien e Charles Putz, ao deliberarem a eleição dos membros do Conselho de Administração na Assembleia Geral ordinária marcada para o dia 29.04.2013, os acionistas deveriam ter conhecimento que uma eventual alteração na composição do órgão importaria em obrigação pecuniária substancial para a Companhia.

66. Diante da manifestação contrária de Marcio Mello, Peter O'Brien solicitou a apresentação de opinião legal atestando não ser necessário divulgar aos acionistas as condições do *Severance Package*.

67. Mesmo após a aprovação do plano na reunião de 04.03.2013, a questão da necessidade de divulgação aos acionistas continuou a ser discutida entre os conselheiros. Nesse sentido, em 22 de março de 2013, Peter O'Brien teria encaminhado e-mail a Marcio Mello reiterando a sua solicitação de que fosse apresentado parecer jurídico corroborando o entendimento da administração (fls. 808-810).

68. Nos termos da defesa de Joseph Ash, Thomas Ebborn e Peter O'Brien, o referido parecer, datado de 19.04.2013 (fls. 1614-1616), só teria sido apresentado aos conselheiros em 24.04.2013, dias antes da Assembleia Geral, e, ainda assim, em português (fl. 716)²⁰⁴.

69. Ao elaborar a proposta da administração a ser apresentada aos acionistas para votação na Assembleia Geral, a administração da HRT, amparada pelo referido parecer legal, limitou-se a incluir referências genéricas ao *Severance Package* (*valor estimado de indenização*), sem qualquer menção às hipóteses de acionamento do plano.

70. O teor do *Severance Package* também não teria sido divulgado por meio do Formulário de Referência da HRT até a versão apresentada à CVM em 31.05.2013, isto é, posteriormente à Assembleia Geral Ordinária e à reunião do Conselho de Administração de 10.05.2013 que reconheceu o acionamento do pacote.

71. Na Assembleia Geral ordinária, realizada em 29.04.2013, os acionistas deixaram de eleger dois conselheiros indicados na chapa proposta pela administração - William Fisher e Milton Franke - sendo eleitos três novos membros para o Conselho de Administração.

204 A versão em inglês do parecer jurídico só teria sido encaminhada aos conselheiros por e-mail em 29.04.2013, isto é, na data de realização da assembleia geral ordinária da HRT.

IV.3. SITUAÇÃO OPERACIONAL E REPUTACIONAL DA HRT À ÉPOCA DOS FATOS

72. Apresentado o panorama geral dos eventos que culminaram com a aprovação do *Severance Package*, em linha com as considerações apresentadas no início deste voto, acredito ser também fundamental para a adequada compreensão da conduta dos acusados a análise de algumas circunstâncias existentes à época dos fatos.

73. Em primeiro lugar, tal como exposto detalhada e reiteradamente nas defesas, a HRT, à época da aprovação do *Severance Package*, enfrentava um momento de crise de credibilidade frente ao mercado e a seus acionistas, visto que a expectativa divulgada pela Companhia, por ocasião de seu IPO, quanto às acumulações de petróleo na Bacia de Solimões, não se concretizou, o que teria influenciado a percepção do mercado quanto ao desempenho da Companhia e, por conseguinte, provocado queda substancial no preço das ações.

74. Diante do insucesso da campanha exploratória na Bacia de Solimões, os esforços da Companhia teriam se voltado para a campanha exploratória da Namíbia.

75. Neste cenário, acionistas relevantes da Companhia começaram a questionar a condução dos negócios e os rumores quanto a uma possível alteração na composição da administração da HRT passaram a ser discutidos não apenas internamente como também em notícias veiculadas pela mídia (fls. 205-211).

76. Além disso, face às exigências impostas pelo Novo Mercado, no sentido de que os cargos de Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente não fossem ocupados pela mesma pessoa, percebe-se que a alteração no comando da HRT era inevitável e deveria ser conduzida até o início de 2014, razão pela qual, de acordo com as manifestações dos acusados, já havido sido formado comitê para discutir a indicação de um novo nome para ocupar o cargo de Diretor Presidente da Companhia.

77. O descontentamento dos acionistas relevantes da HRT estaria demonstrado no e-mail enviado pelo Diretor executivo do maior acionista da Companhia à época e reencaminhado aos membros do Conselho de Administração (fls.764-765), cujo conteúdo, em tradução livre, era o seguinte:

“O conselho da HRT precisa se mover rapidamente para selecionar um presidente para conduzi-lo e contratar um diretor executivo que vai gerir competentemente a empresa e prudentemente alocar seu capital. A administração atual chegou a mesma conclusão. Há duas semanas, Marcio entrou em contato com [J.S.] e afirmou que estaria farto e não aguentaria mais, que queria deixar a HRT o mais rápido, possível. (...) Após se comprometer a discutir o assunto com o conselho de administração [a indicação de um novo CEO], J.O sugeriu o pagamento de um Golden

Parachute a Marcio. (...) [J.S.] afirmou a [J.O.] que estaria disposto a negociar um Golden Parachute se Marcio atuasse como um participante construtivo na transição da nova administração.” (fl. 764, g.n.)

IV.4. DA APLICAÇÃO DA REGRA DA DECISÃO NEGOCIAL AO CASO CONCRETO

78. Diante do exposto, considero importante reiterar que não está em discussão a conveniência da aprovação do *Severance Package*. Não há dúvida quanto ao cenário de instabilidade enfrentado pela Companhia ou quanto à adoção de instrumentos de severance agreement como mecanismos de retenção de profissionais estratégicos.

79. Também é importante esclarecer que não há qualquer acusação de irregularidade em relação às regras do *Severance Package* aplicáveis ao Staff Management, uma vez que para esses profissionais o recebimento da indenização ficaria condicionado à demissão ou exoneração por decisão da Companhia.

80. A discussão, portanto, limita-se à regra aplicável ao *Senior Management*, que conferiria a possibilidade de o administrador retirar-se da Companhia voluntariamente com direito ao recebimento de indenização em caso de alteração do Conselho de Administração²⁰⁵.

81. Diante do contexto geral exposto até aqui, pode-se já concluir que a decisão do Conselho de Administração de aprovar o *Severance Package* foi tomada de maneira informada e refletida, haja vista as inúmeras discussões travadas ao longo de dois meses, seja no âmbito das reuniões do Conselho de Administração, seja via correspondências trocadas entre os conselheiros ou, ainda, a partir das considerações expostas pelo comitê de remuneração.

82. Contudo, ao avaliar a participação de determinados membros do Conselho de Administração nos eventos que antecederam a aprovação do *Severance Package*, entendo que o processo de discussão e elaboração do referido plano sofreu a influência de interesses alheios aos da Companhia. A meu ver, tal influência teria sido determinante para de alguma forma afetar as conclusões de vários membros do Conselho de Administração.

83. A princípio, em se tratando de decisão negocial tomada por órgão colegiado composto por maioria de conselheiros independentes, seria razoável presumir que, aí da que houvesse interesses particulares de alguns membros do Conselho na matéria em deliberação, a decisão final refletiria o entendimento dos conselheiros independentes do que

²⁰⁵ De acordo com os resultados da pesquisa realizada pelo Hay Group Limited a pedido da administração da HRT (fls. 935-940), normalmente, os instrumentos de severance agreement em caso de alteração do controle são acionados mediante a verificação simultânea de duas condições: (i) modificação no poder de controle; e (ii) alteração na “relação de trabalho”. Por sua vez, seriam muito pouco comuns as hipóteses de severance agreement cujo acionamento dependesse da verificação de uma única condição, a alteração do controle.

seria o melhor interesse da Companhia²⁰⁶. No entanto, no presente caso, entendo que tal lógica não se aplica, em virtude justamente da conduta exercida pelos conselheiros interessados ao longo do processo decisório.

84. Desse modo, em razão das circunstâncias específicas deste caso, passo a analisar a conduta de cada um dos acusados à luz da sua efetiva participação na negociação do *Severance Package* e de seu eventual interesse particular na matéria.

85. Nessa linha, o grupo I seria composto por Marcio Mello, Wagner Peres e Milton Franke, conselheiros integrantes do *Senior Management* e beneficiários do *Severance Package*. O grupo II seria formado por Joseph Ash, Thomas Ebborn e Peter O'Brien, conselheiros independentes eleitos no final de 2012. Por fim, o grupo III seria composto por John Willot, William Fisher, Carlos Gomes e Elia Shikongo, conselheiros possivelmente ligados à administração da HRT, mas que não eram beneficiários diretos do plano.

Grupo I - Marcio Mello, Wagner Peres e Milton Franke

86. Com relação à participação de Marcio Mello, Wagner Peres e Milton Franke, constata-se que tais conselheiros tinham um interesse direto na aprovação do *Severance Package*, visto que figuravam na lista de beneficiários do plano como integrantes do *Senior Management*, tanto que receberiam a indenização caso decidissem sair por vontade própria dos cargos ocupados na diretoria da HRT, bastando, para tanto, que a proposta da administração para composição do Conselho de Administração não fosse integralmente acolhida pela Assembleia Geral da Companhia.

87. Esclareça-se, inicialmente, que, conforme decidido pelo Colegiado quando da recapitulação jurídica dos fatos (fls. 1632-1643), a existência de interesse particular na matéria por parte dos acusados do Grupo I não importou em impedimento formal de voto, conforme fundamentação da decisão que se encontra transcrita nos itens 60 e 61 do relatório.

88. Em síntese, entendeu-se que como a legislação societária autoriza a participação dos administradores na fixação de sua remuneração específica e considerando que as regras de impedimento de voto devem ser interpretadas restritivamente, concluiu-se, quando da recapitulação jurídica dos fatos, que não havia impeditivo formal para que eles deliberassem sobre a celebração de instrumentos de remuneração indireta.

89. No entanto, como já mencionado, a regra da decisão negocial não é compatível com a situação dos administradores interessados, razão pela qual a observância dos

206 Nesse sentido, vide a manifestação de voto do Ex-Diretor Marcos Pinto no âmbito do PAS CVM nº RJ2007/4476, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 12.03.2008, na qual esclareceu que: "Não custa lembrar - pois os controladores costumam esquecer - que a *business judgement rule*, acatada em diversos precedentes desta autarquia, também vale para os administradores independentes ou eleitos pelos acionistas minoritários. Digo mais: ela vale com mais força para eles".

deveres fiduciários não deve ser analisada sob a perspectiva da informação e reflexão, uma vez que o interesse desses administradores na decisão impõe a eles um padrão de diligência bem mais elevado, exigindo-se a demonstração de que a decisão foi estritamente equitativa e razoável considerando os interesses da Companhia.

90. Em analogia ao §1º do art. 156 da Lei nº 6.404/76, entendo que, da mesma forma que um negócio celebrado entre a sociedade e o administrador pode ser realizado desde que as suas bases sejam razoáveis e equitativas, a participação do conselheiro na deliberação sobre pacote de benefícios que o favoreça de forma especial também é possível, mas ele terá que observar todos os cuidados para que as condições negociadas sejam razoáveis, equilibradas e atinjam os objetivos para os quais se propõem, que, naturalmente, devem atender aos interesses da Companhia.

91. Anote-se que os conselheiros beneficiados poderiam até se abster de votar. Contudo, ao decidirem tomar parte na deliberação, agregaram para a sua atuação forte carga de responsabilidade, de modo que deveriam ter se resguardado de todos os cuidados para que a posição por eles defendida fosse razoável, equilibrada e estritamente benéfica para a HRT, rejeitando, portanto, qualquer condição dúbia que pudesse ser prejudicial à Companhia.

92. Julian Fonseca Pena Chediak analisa essa questão com precisão em artigo jurídico:

“O administrador, ao não declarar seu impedimento a priori, aumenta o grau de risco por ele assumido. Ao tomar parte da deliberação, ao agir com duplo interesse, o administrador, em termos práticos, aumenta o padrão da diligência que dele se exige (...) [A]o deixar de se declarar impedido o administrador, que repita-se, não está impedido a priori, passa a ter sobre ele o ônus de garantir - e demonstrar - que o negócio realizado com a companhia será para ela benéfico, sob pena de responder pelos eventuais danos causados, ainda que estes superem os benefícios recebidos por ele, administrador, em decorrência do negócio”²⁰⁷.

93. Não foi, contudo, essa a postura adotada por Marcio Mello e Wagner Peres na negociação do *Severance Package*. Esses conselheiros utilizaram sua influência na administração da HRT para fazer prevalecer as condições que atendiam melhor aos seus interesses no que diz respeito a determinados aspectos cruciais do *Severance Package*, em especial as hipóteses de acionamento do plano para os integrantes do *Senior Management*, do qual faziam parte.

94. A partir dos diálogos mantidos nas reuniões do Conselho de Administração constata-se que Marcio Mello e Wagner Peres atuaram robusta e agressivamente para

207 CHEDIK, Julian Fonseca Pena. O conflito de interesses do administrador de sociedade anônima: uma sugestão de alteração no enfoque do tema, In: Temas de direito societário e empresarial Contemporâneos; Coordenação: Marcelo Vieira von Adamek - Malheiros Editores, pág. 407).

garantir a manutenção da composição integral do Conselho de Administração tal como ela se encontrava antes da Assembleia Geral de 29.04.2013, bem como assegurar que, caso isso não ocorresse, os diretores integrantes do *Senior Management*, o que incluía eles próprios, poderiam deixar voluntariamente a Companhia recebendo indenização proporcional ao montante da sua remuneração anual global.

95. A postura de Marcio Mello evidencia que o acusado enxergava a Companhia como um “feudo” seu, como se extrai de sua manifestação em uma das reuniões do Conselho de Administração: “*Eu não quero ser um executivo de uma empresa qualquer um vem aqui e muda meu Conselho antes do mandato*” (fl. 1578, v - g.n.). Tal postura vai manifestamente de encontro ao que se espera de um administrador de companhia aberta, cujos deveres fiduciários impõem atuação que preze prioritariamente pela proteção da companhia e dos acionistas, ficando os interesses do próprio administrador em segundo plano.

96. Pelo que foi estipulado, a composição do Conselho ficaria como que petrificada conforme os interesses do Diretor Presidente da Companhia, que de forma nitidamente autoritária recusava-se a aceitar qualquer alteração no Conselho de Administração pelos acionistas. Por essa razão, a Acusação entendeu que o gatilho aprovado para o *Senior Management* conferiria “*contornos de blindagem*” ao Conselho de Administração.

97. Não há, definitivamente, como se considerar equilibrada e razoável a hipótese de acionamento prevista para o *Senior Management* segundo a qual a mera alteração de um único membro do Conselho de Administração autorizaria o pagamento de indenização correspondente a duas ou três vezes a remuneração anual global do administrador, ainda que este último decidisse retirar-se por vontade própria do cargo de direção.

98. Ao estabelecer tal gatilho para o grupo do *Senior Management*, e, mais do que isso, permitir o pagamento da indenização ao seu beneficiário ainda que a retirada se desse por iniciativa própria, favoreceu-se a saída destes Administradores na hipótese de alteração de um único membro do Conselho de Administração.

99. Cumpre ressaltar que, mesmo antes da aprovação do *Severance Package*, Marcio Mello e Wagner Peres já teriam demonstrado a intenção de deixar a Companhia, como se pode verificar no e-mail transcrito no item 77 acima e na manifestação preliminar apresentada por Wagner Peres (fls. 235-237)²⁰⁸.

100. Desse modo, em que pese não se possa afirmar que a decisão de renunciar a seus cargos executivos já tivesse sido tomada quando das discussões sobre o *Severance Package*, tudo indica que Marcio Mello e Wagner Peres já enxergavam a hipótese de

208 Em manifestação apresentada em 30.07.2013, Wagner Peres afirmou que “Eu, inclusive, já havia manifestado meu descontentamento com a situação de instabilidade da Companhia e havia expressado que, se o Conselho de Administração ficasse dividido, sairia da Companhia, juntamente com os profissionais que me acompanhavam desde a BP” (fl. 237).

saída da Companhia como uma conjuntura de razoável probabilidade.

101. Verifica-se, portanto, que a questão da mudança de controle, que, em tese, teria sido o estopim para a discussão do *severance agreement*, ficou em segundo plano nas argumentações apresentadas por Wagner Peres e Marcio Mello, que construíram um discurso no sentido de que o Conselho de Administração da HRT deveria se manter petrificado, isto é, totalmente coeso e alinhado.

102. Como o acionamento do gatilho do *Severance Package* ocorreria mesmo no caso de alteração de um único membro do Conselho de Administração, entendo que nem ao menos em tese as condições aprovadas para o *Senior Management* estavam aptas a atingir o propósito declaradamente pretendido pela Administração da Companhia de retenção dos executivos estratégicos da HRT²⁰⁹, razão pela qual o valor pago em razão do *Severance Package* não representaria para a Companhia um investimento para a manutenção de profissionais, mas sim uma indenização atribuída livremente a administradores como compensação à sua saída, ainda que voluntária.

103. Ademais, considerando que, por si só, as condições ajustadas para o *Senior Management* não favoreciam a permanência dos diretores beneficiados, a única alternativa para garantir que o *Severance Package* pudesse promover a retenção de profissionais estratégicos seria assegurar que as suas condições fossem conhecidas pelos acionistas da HRT antes da eleição dos membros do Conselho de Administração.

104. No entanto, conforme diálogos mantidos na reunião de 04.03.2013, Marcio Mello defendeu fortemente a não divulgação dos gatilhos do *Severance Package* aos acionistas da Companhia, o que agravou ainda mais a sua conduta, visto que ele não somente interveio no direito dos acionistas de votarem informada e refletidamente sobre matéria cuja competência principal é da Assembleia Geral, como também inviabilizou a função que o pacote poderia desempenhar de desestimular a alteração do Conselho de Administração.

105. Se o objetivo do *Severance Package* era reter determinados profissionais estratégicos, e se qualquer alteração na composição do Conselho de Administração acionaria o gatilho para o *Senior Management*, não há dúvida de que os acionistas deveriam ter ciência das consequências que decorreriam de sua decisão, para que pudessem ponderar entre a não alteração do Conselho de Administração e o risco de assumir o custo das indenizações decorrentes do acionamento do *Severance Package*.

106. Diante do sigilo defendido por Marcio Mello²¹⁰, não havia, sequer em tese, como

209 De acordo com as informações constantes do Termo de Acusação elaborado pela SEP, além de Marcio Mello e Wagner Peres, em 07.06.2013 outros dois diretores (M.E.R.A. e C.T.A.) teriam renunciado a seus cargos na administração da HRT e recebido a indenização ajustada no *Severance Package*. Desta forma, na prática, constata-se que o referido plano não impediu a saída de quatro dos seis integrantes do *Senior Management*.

210 Nem se alegue que haveria um parecer jurídico sustentando essa posição, uma vez que o parecer só foi emitido posteriormente, às vésperas da assembleia.

o *Severance Package* promover a retenção dos executivos da Companhia, visto que a hipótese de acionamento que buscava estimular a manutenção do Conselho de Administração só produziria esse efeito se os acionistas tivessem ciência que o pagamento da indenização estava fortemente condicionado a não eleição de um dos conselheiros indicados na chapa da administração²¹¹.

107. No entanto, mais importante do que a regra em si, que já seria bem problemática, chama atenção a postura adotada por Marcio Mello e Wagner Peres nas discussões do *Severance Package* no sentido de impor a posição que os beneficiaria de forma especial.

108. Esses dois acusados, posicionando-se contra a proposta formulada pelos conselheiros independentes, forçaram a prevalência de sua posição e, para tanto, ameaçaram retirar-se da Companhia e influenciar a saída de profissionais estratégicos, o que inviabilizaria a campanha exploratória da Namíbia, com gravíssimas consequências para a HRT.

109. Nesse sentido, afigura pertinente citar os seguintes trechos das manifestações de dois conselheiros independentes sobre a postura adotada por Marcio Mello e Wagner Peres para fazer prevalecer suas posições sobre o tema em discussão:

“Quem a apresentou e defendeu durante a reunião foi o então Presidente do Conselho e da Empresa, contando com o apoio do Conselheiro Wagner Peres, o qual argumentou que a proposta deveria ser aprovada, inclusive ameaçando renunciar se ela não fosse” - Charles Putz (fl. 238)

“Durante as negociações sobre o Severance Package com o Conselho de Administração na reunião de 22 de janeiro, por mais de uma vez Márcio Mello, Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração na época, demonstrou sua insatisfação com a situação e manifestou a vontade de deixar a Companhia, juntamente com sua equipe. Wagner Peres, o Diretor Presidente da HRT America e responsável pela perfuração na Namíbia, também disse que deixaria a Companhia com os profissionais que o acompanharam desde a BP se o Conselho De Administração estivesse dividido. Estas situações foram consideradas pelo Conselho de Administração durante a análise do Severance Package ” - Peter O’Brien (fl. 258)

“No fim, o Conselho de Administração conseguiu negociar os termos do Severance Package, mas a ameaça de demissão da administração sênior foi uma das principais preocupações quando se negociou a estrutura do Severance Package na reunião ocorrida no dia 22 de janeiro.” - Manifestação do CA em resposta ao CF, que foi subscrita por John Willot e Milton Franke (fl. 328)

211 Além disso, ao não divulgar os detalhes do *Severance Package*, a Assembleia Geral ficou impedida de analisar os seus termos, inclusive com a possibilidade de alteração das regras, uma vez que, como já exposto no capítulo II, cabe à assembleia o poder principal no que se refere à fixação de todos os benefícios a que fazem jus os administradores.

110. Vindo de outros membros do Conselho de Administração talvez essa alegação não exercesse maior influência sobre a decisão do órgão colegiado e, por conseguinte, não tivesse relevância para o julgamento do presente processo.

111. No entanto, em razão dos cargos ocupados por Wagner Peres e Marcio Mello na administração da Companhia e da influência que estes conselheiros exerciam sobre outros profissionais ligados à HRT, até mesmo em razão da posição de Marcio Mello como um dos fundadores da Companhia, essa narrativa determinou o rumo das “negociações”, a ponto de levar outros conselheiros a abandonarem as suas posições iniciais para adotar uma “solução conciliatória”.

112. O que vemos, nesse contexto, são conselheiros que, apesar de notadamente interessados na questão a ser deliberada, não apenas deixaram de adotar as cautelas para que a sua decisão se desse no melhor interesse da Companhia, em condições estritamente equilibradas e razoáveis, mas, para além disso, e com maior gravidade, que pressionaram os demais conselheiros sob o argumento de que sairiam da HRT e estimulariam uma “debandada” coletiva dos profissionais estratégicos que haviam trazido para a Companhia, caso não prevalecessem as regras que os beneficiavam.

113. Desta forma, percebe-se, no presente caso, que, ao deliberarem sobre a celebração do *Severance Package*, os demais conselheiros desinteressados tiveram que ponderar outros elementos, alheios às condições contratuais, que, conforme alegado pelos acusados, influíram de forma decisiva nos termos finais do *Severance Package*, uma vez que teriam sido levados a adotar condições conciliatórias que refletiam preocupação com a ameaça, realizada por Marcio Mello e Wagner Peres, de debandada conjunta de profissionais estratégicos em momento extremamente delicado para a HRT.

114. Na tentativa de demonstrar a razoabilidade e a equidade do *Severance Package*, Marcio Mello e Wagner Peres alegam reiteradamente que o fato de o referido pacote ter sido aprovado por dez dos onze conselheiros de administração da HRT seria suficiente para demonstrar a sua adequação aos interesses sociais e que, ainda que tais conselheiros interessados tivessem se absterido de votar, o *Severance Package* teria sido aprovado.

115. Ocorre que, sem a pressão exercida por Mello e Wagner, os termos e condições negociados pelo Conselho de Administração poderiam ter sido muito diferentes. Ao que tudo indica, a decisão provavelmente se aproximaria da proposta inicialmente apresentada pelos Conselheiros independentes durante a reunião de 22.01.2013. Assim, a meu ver, a conduta de Marcio Mello e Wagner Peres foi fundamental para determinar o resultado final desta deliberação.

116. Por essas razões, concluo que Marcio Mello e Wagner Peres violaram gravemente o dever fiduciário imposto pelo art. 154 da Lei nº 6.404/76, uma vez que, além de não atuarem de modo a garantir o estrito equilíbrio e razoabilidade das regras do *Severance Package* (aplicação por analogia do §1º do art. 156 da Lei nº 6.404/76), os

acusados ainda pressionaram os demais conselheiros desinteressados para aprovarem as condições por eles defendidas e para que as condições do *Severance Package* não fossem divulgadas aos acionistas²¹².

117. Com relação a Milton Franke, entendo que a sua atuação nos fatos relacionados ao presente processo é distinta da conduta dos demais conselheiros interessados, uma vez que não há elementos nos autos que demonstrem que ele interveio de modo a influenciar os demais Conselheiros a aprovar as condições do *Severance Package*.

118. *Ainda assim, o comportamento demonstrado por Milton Franke ao longo das discussões não se adéqua ao padrão de conduta esperado de um administrador interessado (entire fairness), uma vez que ele sequer tentou discutir as cláusulas do Severance a fim de extirpar as condições que favoreciam de forma desproporcional o Senior Management, bem como garantir sua adequada publicidade.*

119. *Enquanto no caso de Marcio Mello e Wagner Peres o descumprimento dos deveres fiduciários impostos aos conselheiros decorre de uma conduta comissiva no sentido de intervir no processo decisório com o objetivo de defender interesses particulares, no que diz respeito a Milton Franke tal violação advém de uma conduta omissiva do conselheiro, que não atuou de forma a tentar garantir cuidadosa harmonização das cláusulas do Severance Package aos interesses da Companhia.*

120. O não exercício do direito de receber a indenização²¹³ também não o exime de responsabilidade, enquanto conselheiro interessado, pela violação ao dever de agir de modo a assegurar a estipulação de condições estritamente equitativas e razoáveis no melhor interesse da Companhia, visto que o que está em discussão no presente processo é a aprovação do *Severance Package* e não o recebimento da indenização ajustada no referido pacote. Tal circunstância, no entanto, será considerada na dosimetria da pena a ser aplicada a Milton Franke.

Grupo II - Joseph Ash, Thomas Ebborn e Peter O'Brien

121. Por sua vez, e de acordo com os elementos constantes dos autos, pode-se afirmar que Joseph Ash, Thomas Ebborn e Peter O'Brien eram conselheiros independentes e não possuíam interesse no *Severance Package*, *tanto que não há nenhuma discussão*

212 Ressalto que o fato de Marcio Mello e Wagner Peres renunciarem a seus cargos na direção executiva da HRT durante a reunião do Conselho de 10.05.2013 e, por conseguinte, receberem a indenização ajustada no *Severance Package* não é relevante para o desfecho do presente processo, visto que o que está em análise neste caso é a conduta dos acusados durante o processo decisório que resultou na aprovação do *severance agreement*. Por essa razão, não obstante a argumentação apresentada por Marcio Mello e Wagner Peres em suas defesas, não convém analisar os motivos que teriam fundamentado os pedidos de renúncia apresentados pelos acusados. Isso não significa, contudo, que os benefícios auferidos pelos acusados em decorrência da aprovação do *Severance Package* não devam ser considerados na fixação da penalidade a ser atribuída, conforme será exposto em capítulo específico.

213 Nos termos do aditamento à defesa apresentado por Milton Franke em 22.03.2017 (fls.1743-1768), o acusado teria renunciado aos direitos decorrentes do *Severance Package* em razão da celebração de um novo acordo com a Companhia (*Management Agreement*), cujas condições substituiriam os termos do *Severance Agreement*, em especial àquelas relacionadas à compensação do acusado por sua permanência na direção da HRT.

sobre o tema ou mesmo afirmação em contrário da Acusação, razão pela qual dúvida não há que a atuação destes conselheiros deve ser analisada sob a perspectiva da *business judgement rule*.

122. Quanto à participação destes acusados na aprovação do pacote de benefícios, a SEP limitou-se a sustentar que tais conselheiros teriam abandonado a posição inicialmente defendida quanto às condições do *Severance Package*, especialmente no que se refere às hipóteses de acionamento dos “gatilhos” para recebimento da indenização pelos integrantes do *Senior Management* e à divulgação dos detalhes do pacote para os acionistas, curvando-se, assim, à posição defendida por Marcio Mello e Wagner Peres.

123. A área técnica reconhece que esses conselheiros teriam atuado para adaptar a proposta defendida por Marcio Mello e Wagner Peres, de modo a reduzir os benefícios conferidos aos integrantes do *Senior Management*.

124. Diante do conteúdo dos e-mails encaminhados por estes conselheiros e dos questionamentos por eles levantados ao longo das discussões, afigura-se, de fato, curioso que eles tenham abandonado a sugestão inicial de limitar o acionamento do gatilho do plano à hipótese de alteração da maioria da composição do Conselho de Administração, o que estaria em linha, inclusive, com a finalidade inicialmente declarada para adoção do *severance agreement*.

125. Ocorre que, avaliando as circunstâncias que envolviam a Companhia naquele momento, especialmente as ameaças realizadas por Marcio Mello e Wagner Peres para o caso de o *Severance Package* não ser aprovado nos termos por eles defendidos, concluo que, ainda que se entenda que os termos e condições que prevaleceram para o *Senior Management* não teriam sido os mais adequados aos interesses da Companhia por uma perspectiva lógico-abstrata, não seria razoável julgar os acusados sem atentar para o ambiente real que vivenciavam no calor das discussões, considerando inclusive as idiosincrasias e pressões que os levaram a avaliar os diferentes cenários que poderiam advir de um impasse com os Conselheiros que cumulavam os cargos de Diretor Presidente da HRT e da HRT América.

126. Nesse contexto, não se pode desconsiderar que a HRT encontrava-se em um momento bastante sensível, visto que, após sucessivos fracassos na busca de poços de petróleo, apostava sua sorte na campanha exploratória da Namíbia, de forma que a saída conjunta de dois executivos importantíssimos (Diretores Presidentes da HRT e da HRT América), que tinham forte ascendência sobre os principais técnicos da Companhia, poderia gerar uma debandada coletiva de profissionais estratégicos, com potencial para causar sérios prejuízos à Companhia.

127. Importante observar que, conforme informado pelos acusados²¹⁴, o gasto da

214 Nos termos da defesa apresentada por Joseph Ash, Thomas Ebborn e Peter O'Brien (fls. 704-705), os investimentos na campanha da Namíbia montavam em torno de US\$ 1.300.000,00 (um milhão e trezentos mil dólares) ao

HRT naquele momento da campanha exploratória era de aproximadamente 1.3 milhão de dólares por dia, sendo certo, portanto, que atrasos no cronograma provocariam severos prejuízos à Companhia. De acordo com o exposto pelos acusados, as multas pecuniárias por descumprimento de contratos celebrados entre a Companhia e prestadores de serviços ou fornecedores poderiam até mesmo superar o montante que, eventualmente, seria desembolsado pela HRT em razão do *Severance Package*.

128. Assim, a rejeição das condições defendidas ferrenhamente por Marcio Mello e Wagner Peres levaria os Conselheiros do Grupo II a assumir o risco de perder o capital humano fundamental para a condução das atividades sociais, especialmente naquele momento crucial pelo qual passava a campanha exploratória da Namíbia, o que, de acordo com os acusados, teria sido considerado em suas ponderações acerca da decisão mais benéfica para a Companhia a ser adotada naquelas circunstâncias específicas.

129. Conforme conceito estudado e desenvolvido por Max Weber²¹⁵, as condutas humanas podem ser analisadas sob a perspectiva da “ética da convicção” ou da “ética da responsabilidade”, podendo-se dizer, *grosso modo*, que neste último caso o agente considera não somente o que seria certo em abstrato, mas todas as possíveis consequências decorrentes de sua ação.

130. Ressalvadas as situações que envolvam ilegalidade, não se pode censurar a decisão ponderada de um Administrador que busca evitar um “mal maior” diante das circunstâncias existentes naquele momento, ainda que, em termos abstratos e absolutos, a decisão possa não ser a melhor possível.

131. Nesse sentido, acolho as razões de defesa apresentadas por Joseph Ash, Thomas Ebbern e Peter O’Brien, no sentido de que, em vista da conduta de Marcio Mello e Wagner Peres, os acusados estavam diante de duas opções: votar contrariamente ao *Severance Package* e arriscar perder profissionais estratégicos da HRT em um momento delicado da campanha exploratória da Namíbia, ou adotar solução conciliatória de modo a assimilar parcialmente as propostas de Marcio Mello e Wagner Peres para o *Severance Package*, e assim tentar evitar uma retirada imediata desses diretores e de profissionais a eles ligados.

dia, razão pela qual um atraso de uma semana na campanha poderia resultar em perdas de mais de US\$ 9.000.000,00 (nove milhões de dólares) ou mais de US\$ 18.000.000,00 (dezoito milhões de dólares), de acordo com a taxa de câmbio à época da negociação do *Severance Package*.

215 Em seu “Metodologia das Ciências Sociais”, Max Weber introduz essa questão nos seguintes termos: “Mas também no setor da ação pessoal há problemas fundamentais, de caráter especificamente ético, que a ética não pode resolver com as suas próprias premissas. A estes pertence, sobretudo, a pergunta fundamental: se o valor próprio da ação ética - a vontade ‘pura’ ou a ‘mentalidade’, como é habitual denominá-la - deve ser unicamente suficiente para a sua justificação, seguindo a máxima ‘o cristão age justamente e remete a Deus os efeitos do seu agir’, como foi formulada por certos éticos cristãos. Ou se, diferentemente, é preciso levar em consideração a responsabilidade referente às consequências da ação que podem ser previstas como possíveis e prováveis, determinadas pela inserção desta num mundo eticamente irracional. Do primeiro postulado parte toda posição política revolucionária, em especial o chamado ‘sindicalismo’; do segundo, toda a política realista. Ambas as posturas se baseiam em máximas éticas. Mas estas máximas se encontram num eterno conflito, insolúvel com os recursos de uma ética que se baseie em si mesma.” (Cortês Editora, 5a ed, 2016, pag. 527)

132. Diante destas duas opções, tais conselheiros tomaram a decisão que, naquele momento, de posse das informações disponíveis à época e da situação em que se encontrava a Companhia, entenderam ser a mais adequada aos interesses sociais, não cabendo à CVM criticar, a *posteriori*, essa posição²¹⁶, tendo em vista que, como já exposto, essa decisão foi informada, refletida e desinteressada.

133. A busca do melhor interesse da Companhia fica evidenciada pelo empenho adotado por Joseph Ash, Thomas Ebberm e Peter O'Brien na avaliação do que seria o melhor interesse da HRT e no sentido da mitigação de alguns benefícios inicialmente defendidos por Marcio Mello e Wagner Peres.

134. Esse grupo de conselheiros também insistiu reiteradamente para que fosse dada publicidade aos termos do *Severance Package*, o que, como já exposto nos itens 107-110, permitiria que o pacote tivesse a chance de desempenhar o papel originalmente pretendido de desestimular a destituição de administradores estratégicos.

135. O embate sobre esse tema foi tão intenso que os conselheiros do Grupo II exigiram a apresentação de opinião legal corroborando a decisão da administração executiva da HRT de não divulgar os termos do *Severance Package*. Inusitadamente, a referida opinião legal, emitida por renomado escritório de advocacia, defendeu que a divulgação das hipóteses de acionamento do *Severance Package* poderia afetar a liberdade de voto dos acionistas - que poderiam ficar inclinados a manter a composição do Conselho em virtude das regras do pacote - de modo que, pela perspectiva do parecer, o voto adequado seria aquele que ignorasse as consequências que dele poderiam advir.

136. De qualquer forma, não se pode exigir que conselheiros, ainda mais sendo estrangeiros, discordassem de uma opinião legal proferida por escritório especializado e reconhecido, do que se conclui que a decisão quanto a não divulgação dos detalhes do *Severance Package*, após muitos debates, reflete claramente uma posição refletida e informada.

137. Destarte, em relação aos conselheiros do Grupo II, não tenho dúvida em concluir que eles decidiram de maneira informada, refletida e desinteressada, de modo que lhes socorre a regra da decisão negocial, impondo-se a absolvição desses conselheiros.

Grupo III - John Willot, William Fisher, Carlos Gomes e Elia Shikongo

216 Nesse sentido, Luiz Antonio de Sampaio Campos aborda com precisão a dificuldade de se analisar, ex post, as condições de uma decisão negocial: "Há diversas razões para que o Poder Judiciário - ou mesmo os juízes administrativos - não interfiram no mérito das decisões tomadas pelos administradores, especialmente quando esse juízo se dá ex post. Destaca-se a dificuldade em se reproduzir o contexto em que a decisão foi tomada, notadamente as pressões presentes à época, o tempo e as informações disponíveis no momento da tomada da decisão, além da própria visão peculiar do administrador a respeito do negócio, da prioridade e relevância da decisão e do impacto nos negócios sociais" (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p.1104-1105).

138. No que diz respeito aos integrantes do Grupo III, a área técnica sustenta que tais conselheiros mantinham uma ligação com a administração executiva da HRT, em especial com o Diretor Presidente, de modo que “a ‘independência’ desses conselheiros em relação aos interesses do fundador da Companhia, Márcio Mello, poderia restar prejudicada” (fl. 445).

139. A falta de independência decorreria do fato de tais conselheiros reelegerem-se por meio da chapa proposta pela administração executiva da HRT para composição do Conselho de Administração²¹⁷, o que, segundo a acusação, evidenciaria que eles se beneficiavam da política de remuneração adotada pela Companhia nos últimos anos.

140. Quanto à independência dos membros do Conselho de Administração, esclareça-se, inicialmente, que todos os conselheiros, não importando o sistema de voto pelo qual foram eleitos (seja por voto do acionista controlador, seja por voto múltiplo ou votação em separado) devem sempre, por determinação legal, atuar de forma independente na busca dos interesses da companhia (art. 154, §1º, da Lei nº 6.404/76).

141. Assim, ainda que a acusação apresentasse elementos suficientes a comprovar uma vinculação dos conselheiros do Grupo III à administração executiva da HRT, tais conselheiros ainda estariam sujeitos aos mesmos deveres fiduciários impostos aos administradores em geral, razão pela qual caberia à Acusação demonstrar, de forma consistente, que a isenção desses acusados estaria comprometida.

142. No entanto, entendo que os indícios apontados pela SEP são muito tênues para afastar a presunção de independência desses acusados, tendo em vista que não foi apresentado nenhum elemento substancial que pudesse demonstrar que eles atuaram subordinados aos interesses de Márcio Mello e Wagner Peres, em detrimento dos interesses sociais.

143. O recebimento de remuneração pelos conselheiros não pode, de forma alguma, ser considerado indício de falta de independência dos acusados, visto que a própria Lei nº 6.404/76, em seu art. 152, *caput*, prevê a fixação de remuneração a ser paga aos administradores em razão das funções desempenhadas na companhia.

144. Também não foi apresentado nenhum elemento pela área técnica que evidenciasse que a remuneração dos conselheiros do Grupo III teria sido fixada em patamar remuneratório diferenciado. A princípio, o mesmo plano de remuneração aplicado aos conselheiros do Grupo III incidia sobre todos os membros do Conselho de Administração.

217 De acordo com as informações divulgadas na versão 10 do formulário de referência da HRT apresentado em 19.02.2013, John Willot e William Fisher figuravam no quadro de membros do conselho de administração desde 31.08.2010, enquanto Carlos Gomes teria ocupado o cargo durante um único mandato entre 27.04.2011 e 29.04.2013 e Elias Shikongo teria sido eleito em 01.10.2012.

145. Ademais, não cabe à área técnica avaliar a adequação do plano remuneratório adotado pela HRT ou o seu desalinhamento com o retorno financeiro obtido pelos acionistas, especialmente se considerarmos que a remuneração global dos administradores é fixada pela própria Assembleia Geral e não pelos conselheiros.

146. O fato de John Willot e William Fisher figurarem como conselheiros antes mesmo do IPO da HRT também não poderia ser indicativo de que eles estariam atuando com a finalidade de favorecer o Diretor Presidente à custa do melhor interesse da Companhia.

147. A circunstância de os acusados integrarem a chapa proposta pela administração para composição do Conselho de Administração tampouco se afigura relevante, até mesmo porque tal indicação somente os beneficiaria, incentivando suas reeleições, se o *gatilho do Severance Package* tivesse sido divulgado aos acionistas, o que não ocorreu.²¹⁸

148. Assim, nenhum dos elementos apresentados pela acusação foi suficiente para comprovar que os conselheiros do Grupo III atuaram considerando algum interesse particular ou interesses de outros conselheiros a eles ligados, de modo que a proteção conferida pela *business judgment rule* também lhes deverá ser aplicada, restando verificar, portanto, se eles agiram de maneira informada e refletida.

149. Nessa linha, verifica-se que, muito embora os conselheiros do Grupo III não tenham apresentado uma postura tão ativa e questionadora quanto os conselheiros do Grupo II, não há como afirmar que os acusados não avaliaram as condições do *Severance Package* com base nos questionamentos e informações apresentados por outros conselheiros ao longo das reuniões do Conselho de Administração.

150. Importante também esclarecer que, dentro do Grupo III, os conselheiros John Willot e William Fisher tiveram uma postura mais ativa na discussão do pacote de indenização, visto que, conforme demonstrado nos autos, em conjunto com os conselheiros do Grupo II e Charles Putz, teriam se reunido separadamente na reunião do Conselho de Administração de 22.01.2013 para apresentar contraproposta à minuta de *severance agreement* apresentada pela administração da HRT.

151. Além disso, John Willott participou das discussões conduzidas pelo comitê de remuneração acerca dos termos e condições finais do *Severance Package*.

152. Com relação a Carlos Gomes e Elias Shikongo, cuja participação efetiva nos eventos que precederam à aprovação do *Severance Package* pode ser considerada nebulosa, entendo, contudo, que não há elementos suficientes para afirmar que eles teriam deixado de atuar de maneira informada e refletida, uma vez que, a princípio, teriam se valido das informações fornecidas nas reuniões do Conselho de Administração e dos documentos apresentados ao órgão pela administração executiva.

²¹⁸ Como exposto anteriormente, ao votarem na assembleia geral realizada em 29.04.2013, os acionistas não tinham conhecimento das hipóteses de acionamento do *Severance Package*.

153. Do exposto, entendo que a acusação não se desincumbiu do ônus de comprovar que os acusados agiram de modo a favorecer os conselheiros interessados em detrimento do melhor interesse da Companhia, de modo que não se pode afastar a proteção conferida pela *business judgment rule*, impondo-se, destarte, a absolvição dos conselheiros John Willot, William Fisher, Carlos Gomes e Elia Shikongo, pelas mesmas razões expostas em relação aos acusados do Grupo II.

V. DOSIMETRIA DA PENA

154. Na fixação da penalidade a ser aplicada a Marcio Mello, Wagner Peres e Milton Franke devem ser considerados os seguintes elementos: (i) a diferença na postura adotada por cada um dos acusados nas discussões que antecederam à aprovação do *Severance Package*; (ii) a gravidade de suas condutas; e (iii) a postura de cada um após a não recondução integral dos conselheiros indicados pela Administração.

155. Com relação a Marcio Mello e Wagner Peres, entendo que a conduta dos acusados nos eventos que ensejaram a aprovação do *Severance Package*, bem como após o acionamento do “gatilho” na AGO de 29.04.2013, foi bastante grave.

156. A postura por eles adotada não somente se afasta do padrão esperado de um conselheiro interessado, como também evidencia uma atuação em desvio de poder, visto que tais conselheiros ameaçaram sair da HRT, juntamente com profissionais estratégicos em relação aos quais possuiriam ascendência, caso não fosse aprovado o pacote tal como por eles defendido, utilizando, assim, esse poder de influência para pressionar os demais conselheiros a aprovar as condições que melhor lhes favoreciam.

157. Não bastasse a gravidade da conduta de Marcio Mello e Wagner Peres, que, por si só, já seria suficiente para justificar a imposição de penalidade severa, deve-se considerar ainda que, em razão de sua intervenção na negociação das condições do *Severance Package*, tais conselheiros auferiram, à custa do patrimônio da Companhia, benefícios financeiros diretos a título de indenização.

158. Conforme posição defendida em voto proferido no PAS CVM nº RJ2015/9909 (julgado nesta data²¹⁹), entendo que, quando viável, o critério mais adequado para a

219 Nesse sentido, destaco o seguinte trecho do voto proferido no âmbito do referido PAS: “Quanto à dosimetria da pena, entendo que, em casos como o presente, em que o acusado realiza operação fraudulenta para obter benefício financeiro para si ou para outrem em conluio, o critério mais adequado para aplicação da multa é o do art. 11, § 1º, III, da Lei 6.385/76, pois a vinculação da pena ao benefício auferido ou prejuízo evitado é mais proporcional e ajustada à finalidade dissuasória da penalidade, uma vez que o risco de o infrator ter que devolver até três vezes o benefício irregular configura um efetivo desestímulo econômico à realização da irregularidade. Nessa linha de raciocínio, apenas quando a multa é superior ao benefício auferido o efeito dissuasório da pena torna-se efetivo, tanto para o punido como para os demais agentes que eventualmente estejam inclinados à realização de irregularidades, uma vez que, também pela perspectiva econômica, passa a ser desvantajosa a atuação irregular. (...) Quando à extensão do conceito de benefício auferido, reitero a posição por mim adotada no PAS CVM nº 03/2012, quando afirmei que, para sua apuração, deve ser considerado tanto o benefício recebido diretamente pelo acusado como por terceiros que estejam em conluio com ele: (...)89. De fato, caso a regra fosse interpretada apenas como o benefício auferido pelo próprio acusado, estar-se-ia adotando exegese que seria incompatível com o objetivo da norma e que estimularia a realização de operações irregulares que beneficiassem terceiros relacionados ou em conluio, o que não entendo ser o posicionamento mais adequado.” (fl. 20).

fixação da penalidade é aquele previsto no art. 11, §1º, inciso III, da Lei nº 6.385/76²²⁰, uma vez que, além de ser proporcional à gravidade da conduta, exerce um maior e mais adequado efeito dissuasório, não somente sobre o infrator como também sobre os demais agentes do mercado passíveis de incorrer no mesmo ilícito.

159. No caso, contudo, a aferição da vantagem econômica percebida pelos acusados em razão de sua conduta não se revela possível, uma vez que, por terem sido celebrados anteriormente Instrumentos de Não Competição individuais entre Marcio Mello, Wagner Peres e a Companhia²²¹, não seria possível aferir a diferença entre o montante pago a título de indenização pelo *Severance Package* e o valor que receberiam com base no Instrumento de Não Competição caso o *Severance* não houvesse sido aprovado.

160. Acrescenta-se, ainda, que, após todas as discussões envolvendo os valores devidos a Marcio Mello e Wagner Peres, foram celebrados “*Instrumentos de Transação Extintiva e Preventiva de Litígios*”²²², por meio dos quais as partes chegaram a um acordo final, encerrando os litígios²²³ envolvendo o *Severance Package* e o *Instrumento de Não Competição*, o que dificultaria ainda mais a aferição da vantagem econômica obtida, justamente por não se ter conhecimento das bases em que foram negociados os acordos.

161. Assim, tendo em vista a impossibilidade de determinação do benefício auferido por Marcio Mello e Wagner Peres, mas considerando a gravidade de suas condutas e o grau de influência por eles exercido na negociação do *Severance Package* e na decisão de não divulgar as condições do pacote aos acionistas, voto pela aplicação de multa pecuniária no valor R\$ 450.000,00 (quatrocentos e cinquenta mil reais) para cada um.

220 Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: (...)

- multa; (...)

§ 1-A multa não excederá o maior destes valores:

- três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito. (...)

221 Em 03.09.2012, Marcio Mello e Wagner Peres celebraram “*Instrumentos Particulares de Não Competição*” com a HRT, nos termos dos quais os acusados assumiram obrigação de não competição pelos períodos de 36 (trinta e seis) meses e 24 (vinte e quatro) meses, respectivamente, recebendo, em contrapartida, indenização proporcional à remuneração mensal que receberiam pelo período de não competição.

222 Em 13.05.2014, o Conselho de Administração da HRT aprovou a celebração de acordo com Marcio Mello e Wagner Peres. Nesta mesma data, foram firmados os “*Instrumentos de Transação Extintiva e Preventiva de Litígios*”, encerrando as disputas existentes entre a Companhia e os acusados.

223 De acordo com as informações prestadas pelos acusados, Wagner Perez teria ajuizado o Processo nº 2013-49374 perante a Corte Judicial de Harris County, Texas, Estados Unidos, referente à cobrança das verbas previstas no *Severance Agreement* (fl. 1359, nota de rodapé nº 6), bem como a Reclamação Trabalhista nº 0011465-32.2013.5.01.055, aberta perante a 55a Vara do Trabalho do Estado do Rio de Janeiro, referente às obrigações ajustadas no Instrumento de Não Competição. Ademais, em 09.12.2013, Marcio Mello teria dado início a procedimento arbitral com o propósito de averiguar o valor exato referente ao *Severance Package*.

162. No que diz respeito a Milton Franke, *não há evidências de que ele tenha pressionado os demais membros do Conselho para influenciar a aprovação das condições que lhe beneficiassem. Por outro lado, o acusado não teve uma postura ativa no sentido de assegurar a estrita equidade e a razoabilidade das condições do referido plano, o que seria o padrão de conduta esperado de um conselheiro interessado.*

163. *Soma-se a isso o fato de que, não obstante ter sido reconhecido pelo Conselho de Administração o acionamento do Severance Package em seu benefício, Milton Franke, ao contrário de Marcio Mello e Wagner Peres, teria renunciado à indenização*²²⁴. Importante consignar, contudo, que, logo após, Milton Franke assumiu o cargo de Diretor Presidente da HRT.

164. Desta forma, levando em conta a menor gravidade da conduta do acusado, bem como a ausência do recebimento de qualquer benefício financeiro em decorrência do *Severance Package*, *justifica-se a imposição de penalidade em nível mais reduzido, razão pela qual voto pela aplicação de multa pecuniária no valor de R\$ 150.000,00 (cento mil reais).*

VI. CONCLUSÃO

15. 1. Por todo o exposto, com fulcro no art. 11 da Lei nº 6.385/76, voto:

- a) pela rejeição da preliminar de produção de provas;
- b) pela condenação de Márcio Rocha Mello, na qualidade de presidente do Conselho de Administração da HRT, à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 450.000,00 (quatrocentos e cinquenta mil reais), em razão de atuação em desvio de poder em infração ao disposto no art. 154, da Lei nº 6.404/76;
- c) pela condenação de Wagner Elias Peres, na qualidade de membro do Conselho de Administração da HRT, à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 450.000,00 (quatrocentos e cinquenta mil reais), em razão de atuação em desvio de poder em infração ao disposto no art. 154, da Lei nº 6.404/76;
- d) pela condenação de Milton Romeu Franke, na qualidade de membro do Conselho de Administração da HRT, à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), em razão de atuação em desvio de poder em infração ao disposto no art. 154, da Lei nº 6.404/76; e pela absolvição de John Anderson Willot, Carlos Thadeu de Freitas Gomes, William Lawrence Fisher, Elia Ndevanje-ma Shikongo, Joseph P. Ash, Peter L. O'Brien e Thomas W. Ebborn, na qualidade de membros do Conselho de Administração da HRT, da acusação de atuação em desvio

224 Conforme alegado em sua defesa (fls. 628-632), o direito à indenização decorrente do *Severance Package* teria sido expressamente afastado com a celebração de Contrato de Gestão entre a Companhia e Milton Franke em 22.11.2013, nos termos do qual, quaisquer disposições anteriores ajustadas entre as partes em contrato de prestação de serviço, contrato de trabalho ou contrato de não competição restariam substituídas pelos termos pactuados no Contrato de Gestão.

de poder em suposta infração ao disposto no art. 154, da Lei nº 6.404/76.

É o voto.

Rio de Janeiro, 05 de setembro de 2017.

Gustavo Tavares Borba
Diretor Relator

Manifestação complementar do Diretor Relator Gustavo Tavares Borba

I. CONSIDERAÇÕES GERAIS ADICIONAIS

1. A acusação está fundamentada na violação ao art. 154 da Lei nº 6404/76 (“LSA”), sob o argumento de que os conselheiros de administração da HRT teriam atuado contra o interesse da Companhia, no primeiro semestre do ano de 2013, durante o processo de aprovação de pacote de indenização em favor de determinados executivos (*severance package*). Apenas foi considerado irregular o comportamento dos conselheiros quanto à aprovação da parte do pacote que permitia que os altos executivos, integrantes do senior management, recebessem indenização em virtude de sua saída da Companhia, ainda que por vontade própria, bastando para tanto que qualquer um dos conselheiros indicados na “chapa da administração” não fosse reeleito na AGO (excluídos apenas quatro conselheiros independentes que haviam ingressado na companhia há poucos meses e que não concordaram com a possibilidade de sua não reeleição para compor o conselho de administração constar como gatilho para acionamento do *severance package*²²⁵).

2. Nesse contexto, a análise da acusação demandou a avaliação da conduta dos acusados durante e após a aprovação do plano, para que só assim, com uma visão panorâmica dos fatos, fosse possível concluir ou não quanto à efetiva atuação dos acusados contra os interesses da companhia.

3. No início do julgamento deste caso, ocorrido em 5 de setembro de 2017, proferi voto pela absolvição da maioria dos conselheiros de administração da HRT. Com relação a Wagner Peres e Marcio Mello, contudo, votei pela condenação de cada um à penalidade de multa no valor de R\$ 450 mil, em virtude do comportamento por

225 Nesse sentido, vale reproduzir o seguinte trecho da gravação da reunião do conselho de administração de 04.03.2013: “Participante Thomas Ebbert: Esta é a mudança do Conselho, conforme a composição do Conselho de diretores proposta pela administração, e então adicionamos as palavras ‘excluindo diretores independentes que entraram para o Conselho de diretores em novembro de 2012’. E o raciocínio para excluir isto é que estamos fixando isto para estabilizar a empresa e os diretores antigos, tendo uma continuidade dos negócios. E que isto foi realmente para tratar da discussão que tivemos da última vez” (fls. 1577) “Participante Peter O’Brien: Isto é verdade. Desculpe, mas quero permanecer como um membro do conselho enquanto os acionistas me desejarem no conselho. E estamos apenas aprendendo aqui, Ok? Porém não posso dizer a Brian e Josh e todas estas outras pessoas que eles devem te pagar três vezes se eles quiserem me demitir. Desculpe. Nunca farei isto. É seu direito como acionista eleger o Conselho. E se eles quiserem me demitir e isto significa que eles devem te pagar três vezes não posso votar isto.” (fls. 1579).

eles adotado durante a negociação do pacote de benefícios, o qual configurou, a meu sentir, grave violação ao dever de atuar em prol da Companhia.

4. Além disso, Milton Romeu Franke (“Milton Franke”) foi condenado ao pagamento de multa no valor de R\$ 150 mil, mas, ao contrário dos outros dois conselheiros beneficiados pelo pacote, não por qualquer conduta comissiva em que se tenha verificado desvio de finalidade, mas sim por ter se omitido e não se aprofundado na análise de questão em relação à qual tinha interesse particular.

5. Agora, com o retorno do processo à pauta, com a devolução de vista do Diretor Gustavo Gonzalez, algumas questões interessantes sobre o caso foram levantadas, as quais me levaram a reanalisar a situação específica de Milton Franke, promovendo, por conseguinte, alteração pontual em meu voto anterior.

6. Contudo, antes de passar ao reexame da conduta de Milton Franke, gostaria de reiterar as considerações que apresentei em meu voto acerca dos cuidados necessários à incorporação da jurisprudência americana (usualmente de Delaware) e da doutrina estrangeira para análise e fundamentação central de decisões da CVM, o que nem sempre se mostra adequado ou conveniente.

7. Naquela oportunidade, fiz o seguinte alerta sobre a questão:

“Esclareço que essa breve exposição sobre as diferenças entre os ordenamentos jurídicos brasileiro e norte-americano tem o objetivo de demonstrar que o fato de instrumentos de severance agreement serem habitualmente adotados pelos boards of directors de companhias norte-americanas ou, ainda, as suas características serem objeto de decisões judiciais estrangeiras pouco contribui para esclarecer a adequação do Severance Package em discussão às normas previstas na legislação societária nacional.”

8. Esse alerta é especialmente importante e pertinente em casos como o presente, que envolve a fixação de benefícios para os administradores da companhia, uma vez que esse tema é tratado de forma bastante diversa pelos sistemas jurídicos brasileiro e americano. Sobre essa circunstância, assim me manifestei na sessão de julgamento de 05/09/2017:

“Dito isso, creio ser fundamental, para a correta análise do caso concreto, que se considerem as diferenças existentes entre o ordenamento jurídico brasileiro e o ordenamento jurídico norte-americano no que diz respeito à competência e à discricionariedade conferida aos órgãos da administração para determinar a remuneração dos administradores.

Não obstante os esforços recentes da entidade reguladora norte americana

no sentido de propor mecanismos que assegurem um maior conhecimento e envolvimento dos acionistas na fixação da remuneração dos membros da administração, o sistema jurídico americano confere amplos poderes ao board of directors para dispor, entre outras matérias, a respeito da compensação a ser atribuída aos administradores da companhia, sendo tais poderes limitados somente pelos deveres fiduciários construídos pela Jurisprudência.

O sistema jurídico brasileiro, por sua vez, privilegia a Assembleia Geral como órgão máximo competente para fixar a remuneração, individual ou global, dos administradores, bem como quaisquer outros benefícios e verbas de representação a que estes façam jus, nos termos do art. 152, caput, da Lei nº 6.404/76.

Desta forma, cabe aos acionistas da companhia, em Assembleia, optar pela definição específica da remuneração de cada administrador ou pela fixação da remuneração global da Administração, hipótese em que esse montante genérico decidido em Assembleia Geral constituirá o limite máximo dentro do qual o Conselho de Administração terá que trabalhar para definir a remuneração individual de cada administrador.

Importante salientar que o art. 152 da Lei nº 6.404/76 é explícito no sentido de que não apenas a remuneração strictu sensu, como também os “benefícios de qualquer natureza” devem ser fixados pela Assembleia Geral ou estar abrangidos pelo teto remuneratório por ela estabelecido. As alterações promovidas pela Lei nº 9.457/97 tiveram justamente o objetivo de deixar isso claro, de modo a afastar dúvidas quanto à obrigação legal de que qualquer benefício pecuniário conferido aos administradores deve estar em sintonia com a decisão assemblear sobre o tema.

Desse modo, quando a Assembleia delegar a fixação da remuneração individual ao Conselho de Administração, caberá a este observar, nos exatos limites da delegação realizada, o teto máximo fixado pela Assembleia Geral, a quem compete, por determinação legal, a última palavra em matéria de remuneração dos administradores.”

9. Nesse contexto, e ressaltando minha percepção de que o estudo do direito comparado é extremamente saudável para o arejamento das ideias²²⁶, parece-me que, na utilização de fontes estrangeiras, deve-se ter cuidado para não cair na armadilha de utilizar, acriticamente, entendimentos judiciais ou administrativos adotados em um

²²⁶ Para evitar distorções do que aqui foi escrito, faço questão de ser redundante quanto à minha visão de que não há nada de inconveniente em busca de subsídios na doutrina e jurisprudência estrangeiras para auxiliar as decisões da CVM, tendo eu mesmo, por diversas vezes, utilizado-me dessa salutar possibilidade. Minha ressalva é apenas para adoção de leis e decisões estrangeiras como elemento central de fundamento de questões cujo regime jurídico é visivelmente diverso nas duas jurisdições.

país para fundamentar decisões em outra jurisdição, especialmente em se tratando de matérias cujos tratamentos legais para o tema são distintos.

10. Esta seria justamente a hipótese da matéria em análise, que, como pano de fundo, envolve a aprovação de pacote de benefícios para administradores e executivos estratégicos da Companhia, justamente um desses temas cujo tratamento legal conferido pelo sistema jurídico brasileiro difere do sistema vigente nos EUA, tanto que, em nosso país, compete à “*assembleia-geral fixar o montante global ou individual da remuneração dos administradores*” (art. 152 da LSA), enquanto que, no sistema americano, o *board of directors* detém amplos poderes para dispor a respeito da compensação a ser atribuída aos administradores da companhia.

11. Essa diferenciação torna não recomendável a utilização, pela CVM, de jurisprudência americana sobre a independência da administração para fixação da remuneração dos executivos, uma vez que, no Brasil, essa competência foi conferida por Lei à assembleia geral, exercendo o Conselho de Administração, nessa seara, atividade eventual (caso a assembleia não faça já a divisão) e limitada (dentro dos parâmetros fixados pela assembleia). Essa circunstância foi extremamente importante para minha avaliação da acusação, uma vez que os detalhes do *severance package* não foram sequer apresentados para ciência dos acionistas em assembleia, o que, inclusive, foi considerado em desfavor dos acusados Wagner Peres e Márcio Mello, que, a despeito dos questionamentos dos demais conselheiros, defenderam de forma incisiva a não divulgação do pacote de benefícios na assembleia geral ordinária da HRT.

12. Nesse cenário, considerando especialmente as claras diferenças entre os sistemas jurídicos no tratamento da matéria (remuneração de executivos), entendo ser equivocado utilizar precedentes americanos como elemento central para a definição do caso em julgamento²²⁷.

13. Assim, a mera importação das soluções e conclusões americanas, sem uma análise crítica de sua compatibilidade com o sistema nacional, pode trazer consequências bastante danosas e disfuncionais para o ambiente jurídico brasileiro. Certamente não é por meio de um programa de “*delawarização*” das nossas decisões, desconsiderando as particularidades das normas do nosso sistema legal, que o Brasil terá um mercado tão grande e pujante como o americano, o que depende, obviamente, de múltiplos fatores, dentre os quais não se inclui a cópia assistemática das decisões americanas. Estamos, é bom salientar, diante de sistemas distintos de direito, quais sejam o da *common law* e o da *civil law*, que atualmente apresentam pontos de convergência, mas que não se confundem.

227 Aliás, considero realmente impressionante a fascinação com que, nos dias de hoje, recebemos expressões do idioma americano, em especial em situações relacionadas ao mercado de capitais. Que relevância teria uma negociação com informação privilegiada perto de uma notícia de insider trading?! Qual seria a importância de saber o que é uma ordem simulada de negociação com o objetivo de alterar as condições de mercado quando existe a expressão *spoofing*!? Certamente seria extremamente interessante investigar, sob o aspecto cultural e sociológico, os fundamentos dessa empolgação, mas aqui não é espaço nem o momento adequado para tanto.

14. Ademais, mesmo no sistema da common law, situações que envolvam um componente fiduciário devem ser tratadas com especial rigor, tal como enuncia Roy Goode:

*“[a] person is not required to be ethical or high-minded in mere social relationships falling outside the purview of legal responsibility, nor even in duty relationships where the position of the parties is essentially adversarial and governed by considerations of mutual self-interest. Only where the relationship between the parties or the nature of the agreed arrangements involves one party having to repose trust and power in the other does the higher standard of behavior set by equity come into play”*²²⁸.

15. Convém atentar, ainda, e nessa mesma linha, para o que afirma David Chivers e Bem Shaw: *“Directors owe fiduciary duties not to place themselves in positions where their personal interests, or those of third parties, conflict with the interests of the company.”*²²⁹.

16. Com essa pequena introdução, reafirmando aspectos já apresentados no voto por mim proferido em 05/09/2017, busca-se apenas realçar que o sistema americano não deve ser considerado uma espécie de panaceia apta a resolver todos os casos jurídicos societários em nosso país, até mesmo porque, como já dito, os referidos sistemas possuem diferenças substanciais.

II.. POSSIBILIDADE DE DECISÕES DIFERENTES PARA OS MEMBROS DO CA

17. Com todas as ressalvas e cuidados expostos no item anterior, e sem querer ingressar em uma discussão mais profunda sobre a jurisprudência de *Delaware*, cumpre ressaltar que os precedentes americanos citados no voto do Diretor Gustavo Gonzalez não parecem concluir no sentido de que a decisão sobre violação dos deveres dos conselheiros de administração devem ser sempre idênticas para todos os membros que votarem da mesma forma, mas apenas que esse entendimento deve ser tido como uma regra geral que, como tal, admite exceções.

18. Essa questão foi, inclusive, objeto de ressalva específica no voto por mim proferido em 05/09/2017, nos seguintes termos:

A princípio, em se tratando de decisão negocial tomada por órgão colegiado composto por maioria de conselheiros independentes, seria razoável presumir que, ainda que houvesse interesses particulares de alguns membros do Conselho na matéria em deliberação, a decisão final refletiria o entendimento dos conselheiros independentes do que seria o melhor interesse da Companhia. No entanto, no presente caso, entendo

228
229

“Commercial Law in the Next Millennium”, Londres, 1998, p. 12.
The Law of Majority Shareholder Power - Use and Abuse”, New York, 2008, p. 94.

que tal lógica não se aplica, em virtude justamente da conduta exercida pelos conselheiros interessados ao longo do processo decisório.

Desse modo, em razão das circunstâncias específicas deste caso, passo a analisar a conduta de cada um dos acusados à luz da sua efetiva participação na negociação do Severance Package e de seu eventual interesse particular na matéria.

19. Analisando essa questão pelas regras do direito nacional, cumpre trazer, a título de ilustração, a embasada posição exposta por Otávio Yazbek sobre o tema:

“Uma segunda questão interessante diz respeito à forma pela qual se distribuem as responsabilidades entre os membros do conselho de administração. De acordo com o art. 138, §1º, da Lei nº 6.404/76, no Brasil o conselho é o órgão de deliberação colegiada. No entanto não é correto afirmar que a responsabilidade dos conselheiros seja sempre coletiva e uniformizada - ela deve ser individualizada a cada caso, sob pena de se criar um regime de responsabilidade objetiva ou de se criar uma presunção de solidariedade, a priori, de todo inadequada.”²³⁰

20. Assim, reafirmo a minha posição original de que nada impediria, considerando as características do caso, que as condutas particulares de cada conselheiro fossem analisadas de forma específica para fins de apuração de responsabilidade por violação aos deveres fiduciários, mesmo quando a decisão tenha sido unânime ou majoritária.

21. No presente caso, como expus no voto proferido em setembro do ano passado, entendi ter ficado demonstrado que as condutas adotadas por Márcio Mello e Wagner Peres, durante a discussão do plano, foram decisivas para que, considerando o risco de perda de profissionais estratégicos, que, por orientação de Márcio Mello e Wagner Peres, saíam conjuntamente da companhia, os demais conselheiros entendessem que a aprovação do *severance package*, ainda que em termos distintos dos inicialmente propostos²³¹, seria a melhor decisão possível diante do contexto existente. Portanto, levando em conta que a postura irregular de Márcio Mello e Wagner Peres teria sido decisiva para a aprovação do pacote nos moldes descritos no MOU divulgado na RCA de 05.03.2013, parece-me estar plenamente justificado o tratamento diverso conferi-

230 YAZBEK, Otavio. Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira: um Exercício e Alguns Desafios. In: MANRTINS KUYEN, Luiz Fernando (coord.). Temas Essenciais de Direito Empresarial - Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa, 2012.

231 Vale ressaltar que, não obstante o *severance package* ter sido inicialmente proposto por conselheiro independente, conforme já relatado em meu primeiro voto, os termos finais aprovados pelo conselho de administração se afastam muito de suas proposições iniciais e refletem uma posição “conciliatória” e não, necessariamente, o melhor pacote de benefícios para a HRT naquele momento. Nesse sentido, convém reproduzir trecho do e-mail encaminhado por Joseph Ash a Charles Putz em 19 de janeiro de 2013:

“(…) vou ter de comunicar a Marcio quão confuso eu estou que uma sugestão para proporcionar segurança frente a uma mudança de controle, em troca de garantir que as decisões sejam tomadas no melhor interesse da HRT tenha se transformado em uma disputa de dinheiro e potencial destituição de uma empresa” (fl. 852).

do aos conselheiros²³².

22. Aliás, a adoção de uma fórmula rígida de solução para todos os casos de decisão colegiada poderia conduzir a conclusões visivelmente teratológicas, uma vez que importaria decisão uniforme para todos os membros do órgão mesmo quando alguns tivessem agido de boa fé enquanto outros tivessem adotado postura especiosa, inclusive sonegando informações aos demais.

III. VOLTANDO AO CERNE DO PROCESSO - DA ACUSAÇÃO DE VIOLAÇÃO AO ART. 154 DA LSA

23. Superada a análise das questões genéricas indicadas nos capítulos anteriores, e sem perder o foco do que é relevante para o caso, cumpre voltar ao cerne da questão a ser decidida, que diz respeito à acusação de violação ao art. 154 da LSA, ou seja, de suposta atuação de administradores contra os interesses da companhia.

24. Desta forma, no contexto do presente PAS, o ponto essencial consiste na análise da observância ou não, por cada um dos conselheiros acusados, do dever de atuar em benefício da sociedade, em conformidade com o disposto no art. 154 da LSA. O conteúdo da decisão do conselho de administração, nessa linha, não é o objeto central de análise, mas sim as condutas dos acusados no processo de formação da decisão. Aliás, no voto que proferi em setembro passado, fui explícito ao indicar que estava sendo analisada a conduta dos conselheiros “*durante e após o processo decisório que resultou na aprovação do Severance Package*”²³³.

25. Em síntese, a questão que se coloca é se os acusados, considerando a postura adotada por cada um durante as discussões relacionadas à aprovação do *severance package*, teriam atuado em prol da Companhia, buscando o seu melhor interesse. Ou, diversamente, se teriam atuado privilegiando interesses próprios e, por conseguinte, colocado conscientemente o interesse da companhia em segundo plano.

26. Não pretendo retornar a discussão de todos os aspectos já expostos no voto por mim proferido em setembro do ano passado, quando foram analisadas, em detalhe, diversas circunstâncias fáticas e questões jurídicas, dentre as quais se destacam: a) o grupo *senior management* receberia indenização quando decidisse sair da sociedade por vontade própria, bastando, para tanto, que a proposta da administração para composição do conselho não fosse totalmente aprovada em assembleia geral; b) o fato

232 Assim me manifestei sobre o tema no voto proferido em setembro do ano passado:

“107. No entanto, mais importante do que a regra em si, que já seria bem problemática, chama atenção a postura adotada por Marcio Mello e Wagner Peres nas discussões do Severance Package no sentido de impor a posição que os beneficiaria de forma especial.

233 “17. (...) Tal como mencionado anteriormente, o objetivo deste processo é analisar se, a partir das informações e das circunstâncias existentes à época dos fatos, as condutas adotadas pelos conselheiros acusados, durante e após o processo decisório que resultou na aprovação do Severance Package, observaram, ao menos em tese, os melhores interesses da Companhia.”

de que três dos conselheiros acusados, Marcio Mello, Wagner Peres e Milton Franke, ocupavam cargos na direção da HRT e integravam o grupo que compunha o *senior management*; c) apesar de terem interesse particular na questão, Márcio Mello e Wagner Peres agiram de forma incisiva para fazer prevalecer determinadas condições do *severance package* que lhe eram mais favoráveis, tendo, inclusive, afirmado que caso não fosse aprovado o referido pacote de benefícios nos moldes por eles defendidos e o conselho de administração restasse “dividido”, atuariam para que os profissionais que os acompanhavam desde o início também deixassem a HRT; d) o cenário vivenciado pela HRT, à época das discussões, era bastante delicado, sendo certo que a saída dos principais profissionais técnicos da HRT poderia paralisar o principal projeto da Companhia (exploração do campo da Namíbia), que consumia, na ocasião, US\$ 1,3 milhão por dia; e) Márcio Mello e Wagner Peres defenderam a não divulgação do *severance package* aos acionistas na AGO da HRT; f) ao não divulgarem os termos do *severance package* aos acionistas, a administração teria negado-lhes o conhecimento acerca de matéria sobre a qual a assembleia geral detém competência preponderante, obstaria ainda a manutenção da mesma composição do conselho de administração e, em consequência, dos diretores (se os acionistas não sabiam sobre as hipóteses de acionamento das indenizações, como o *severance* iria afetar a manutenção da composição do CA); e g); as regras do Novo Mercado já impunham a não cumulação os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de Diretor Presidente, de modo que a saída de Mello de um desses cargos já era previsível.

27. Muito embora os fatos objeto do presente processo já tenham sido detalhadamente apreciados no voto de setembro do ano passado, as discussões sobre o tema fizeram-me refletir novamente sobre o caso, o que justificou a presente manifestação complementar de voto.

28. Inicialmente, cumpre anotar que o presente caso trata de decisão sobre pacote de indenização, mas poderia tratar de celebração de contrato diverso ou qualquer outra matéria em relação à qual alguns conselheiros tivessem interesses particulares e que, por alguma circunstância específica, também fosse admitido o voto, de modo que a análise do art. 152234 da LSA possui relevância apenas tangencial, tanto que não foi sequer utilizado pela acusação.

29. Anote-se que, quando da decisão da recapitulação jurídica dos fatos, pareceu-me importante alterar a acusação para que fosse incluída a análise de possível violação, com a aprovação do pacote de benefícios, dos limites máximos de remuneração aprovados em assembleia geral, uma vez que existiriam indícios de que a soma da remuneração ordinária dos Administradores com as possíveis indenizações que seriam devidas aos diretores em decorrência do exercício discricionário do pleito inden-

234 O art. 152 é relevante apenas porque evidencia que a matéria, por envolver benefícios aos administradores, deveria ter sido levada ao conhecimento da assembleia, bem como respeitar os limites remuneratórios anuais deliberados em AGO.

zatório²³⁵ poderia extrapolar o limite previsto no art. 152 da LSA²³⁶. Essa parte da minha proposta para recapitulação da acusação não foi aprovada pela maioria do colegiado da CVM, de modo que a apreciação do art. 152 não se encontra, definitivamente, no centro das discussões ora tratadas.

30. Ainda preliminarmente, afigura-se importante destacar que não se tratava de mera decisão de divisão do montante fixado em AGO entre os diretores e conselheiros, hipótese em que os conselheiros de administração não poderiam se furtar da decisão, sob pena de inviabilizá-la. Ainda assim, por se tratar de uma situação delicada e que envolvia interesse próprio, os conselheiros deveriam respeitar padrões passíveis de justificação racional, não atribuindo, por exemplo, benefícios extravagantes ao CA em detrimento dos benefícios da diretoria, tal como decidido no PAS CVM 2014/5099 (caso WLM), do qual fui relator²³⁷.

31. Diversamente da hipótese citada no item anterior, em que todos os conselheiros deveriam votar sob pena de inviabilizar a decisão, no presente caso a decisão era sobre contrato que não beneficiava os conselheiros em geral, mas apenas três (que eram os que também compunham a diretoria) de um conjunto de onze conselheiros. Nesse caso, o ideal, pela perspectiva da governança, seria realmente que os três conselheiros interessados não participassem da deliberação, que seria melhor decidida pelos demais conselheiros desinteressados.

32. Contudo, como esses conselheiros interessados participaram da decisão, deveriam eles ter adotado máxima diligência e extremo cuidado na condução das discussões e na preservação do interesse da companhia. Ressalte-se que não se está discutindo se eles poderiam ou não participar da votação, mas sim qual seria a postura adequada dos conselheiros interessados nessa situação, a fim de respeitar a obrigação de atuar no melhor interesse da companhia.

33. Como se extrai do texto legal, o art. 154 da LSA²³⁸ prevê dever fiduciário especí-

235 Bastando, para tanto, a não recondução “integral” do Conselho de Administração.

236 Art. 152. A assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.

237 Convém ressaltar que, no voto que proferi no caso WLM, fiz questão de salientar que a CVM deve atuar com parcimônia na análise dessas questões, apenas considerando irregulares as remunerações que estiveram totalmente fora dos padrões de mercado e que, cumulativamente, não tenham justificativa lógica admissível para tanto:

“28. Antes de ingressar na análise das circunstâncias do caso concreto, é importante deixar claro que não cabe à CVM se imiscuir na definição da remuneração de cada administrador, nem, tampouco, avaliar a competência e experiência de cada profissional, ou sua habilidade teórica para o exercício do cargo, ressalvados casos excepcionais em que a situação de desvio de finalidade impregne a decisão de forma manifesta.

29. São os acionistas que possuem competência para escolher os administradores e definir suas remunerações, mesmo porque eles serão os mais afetados pela qualidade de suas decisões, em linha com a perspectiva que dá suporte ao princípio majoritário.

30. Assim, não seria desejável que a CVM ingressasse na análise da competência ou reputação dos administradores para avaliar a escolha do profissional ou o nível de sua remuneração, uma vez que essas decisões possuem alto grau de discricionariedade e cabem, por lei, aos órgãos da sociedade.”

238 Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. (...), § 2º É vedado ao administrador:

ico dos administradores que está intimamente ligado ao ideal de ética e de uma atuação no melhor interesse da companhia.

34. É claro que o que é melhor para a sociedade possui diversas perspectivas e matices, de modo que ninguém poderia ser punido por tomar atitude que entendeu ser o melhor para a sociedade em determinado momento e que depois se mostrou equivocada, tampouco o administrador poderia ser censurado por tomar uma decisão da qual outras pessoas discordassem.

35. Observados os limites de discricionariedade conferidos pela legislação societária e pelo estatuto social, o administrador atuando de boa-fé, de forma diligente e buscando o melhor interesse da companhia não poderá ser responsabilizado caso a decisão tomada não se mostre a mais acertada ou venha a ser objeto de contestação por acionistas e/ou pelo órgão regulador. Sob esta perspectiva, votei pela absolvição de Joseph Ash, John Willott, Carlos Thadeu, William Fisher, Peter O'Brien, Thomas Ebberm e Elia Shikongo.

36. No entanto, não é disso que se trata quando se analisa a postura de Márcio Mello e Wagner Peres durante o processo de aprovação do pacote de benefícios no primeiro semestre do ano de 2013. Pelo contrário, a conduta desses administradores evidencia de forma muito clara que eles atuaram conscientemente e de forma bastante agressiva na busca do que era melhor para eles, tanto no aspecto dos benefícios decorrentes da saída voluntária da companhia como na perspectiva da manutenção do poder de condução da companhia por meio de composição de conselho que mais lhes convinha.

37. Repita-se mais uma vez: não se está analisando primordialmente o conteúdo da decisão do conselho de administração, mas sim o comportamento dos acusados no processo de aprovação do *severance package*.

38. Antes de analisar a conduta desses dois acusados, contudo, cumpre realçar que os deveres fiduciários dos administradores, em especial o dever de lealdade e de buscar o melhor interesse da companhia, possuem substrato em princípios de natureza ética. Os próprios exemplos elencados no § 2º do art. 154 corroboram essa ideia.

39. Começando pela alínea “b”, verifica-se que quando um administrador utiliza, sem autorização da assembleia geral, bem ou recursos da companhia em proveito próprio ou de terceiro, ele está colocando outros interesses acima dos interesses da companhia, violando, por conseguinte, deveres fiduciários básicos, que encontram substrato na regra ética segundo a qual o administrador não deve usar os poderes e

a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;

b) sem prévia autorização da assembleia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;

c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

bens a ele conferidos para atingir interesses diversos dos da própria companhia.

40. O mesmo se aplica ao exemplo do item “c” do § 2º do art. 154 da LSA, que veda o recebimento de vantagem pessoal em virtude do cargo, o que poderia afetar a imparcialidade do administrador perante o terceiro que concede o benefício. Tal previsão possui substrato em princípios morais que impõem limites à conduta para aquele que está em uma posição de fidúcia.

41. O item “a”, por sua vez, ao prever que o administrador não deve praticar ato de liberalidade às custas da companhia, também contém regra com carga ética bastante clara, derivada da ideia de que ninguém deve fazer prodigalidade com o patrimônio alheio.

42. A Lei, desta forma, determina que o administrador deve atuar sempre em prol da companhia, considerando, em primeiro plano, o interesse da pessoa jurídica na qual atua, não podendo se valer da posição por ele ocupada na administração da companhia para buscar eventual interesse particular que possa estar em contradição com os interesses da companhia ou mesmo ser a esta impertinente.

43. Em linguagem leiga, pode-se dizer que o administrador deve adotar elevados padrões éticos de atuação. Na situação em que seu interesse seja ou possa ser diverso do da companhia, mas que não exista impedimento de voto, deve ser o administrador extremamente cuidadoso, além do ordinário, na análise da matéria, sempre tendo como foco o melhor interesse da companhia.

44. Arnoldo Wald sintetiza com precisão o caráter ético que embasa os deveres fiduciários dos administradores das companhias abertas:

“[...] De qualquer modo, a instauração do Estado de Direito e o fim do absolutismo na sociedade anônima significam que ela deixou de ser propriedade individual e exclusiva do acionista controlador, para dar origem a uma parceria, exigindo, pois, um novo padrão de conduta por parte dos administradores e dos maiores acionistas. É preciso que todos atuem sempre com boa-fé e lealdade. A boa-fé deve ser objetiva e não subjetiva, não bastando que a pessoa acredite que a sua conduta é a mais adequada. É necessário que a atuação esteja de acordo com os padrões dominantes na sociedade em determinado momento histórico. A lealdade, por sua vez, não é tão-somente a ausência de deslealdade, tal como o amor não é tão-somente a ausência de ódio. Lealdade é uma atitude de diligência no cumprimento das obrigações contratuais e uma verdadeira affectio contractus. No fundo, a boa-fé, a lealdade e a probidade, que se exigem do administrador e do controlador da empresa, correspondem à definição de Treu und Glauben, do art. 242 doCC alemão, no qual se

*determina a sinceridade (veracidade) e a boa fé dos contratantes tanto no firmamento quanto na execução do contrato. Constituem, na lição de Ripert, a introdução da regra moral no direito, com o propósito de atenuar, reforçar ou afinar a norma jurídica para compatibilizá-la com a ética. [...]*²³⁹

45. A realidade, contudo, é que o conceito de **ética vem sendo, por vezes, relativizado** nos dias de hoje, em especial no Brasil, o que resulta em mutações sociais na percepção do que seria ou não eticamente admissível. Como o dever fiduciário de atuar em prol da companhia constitui um *standard que possui forte ligação com conceitos éticos*²⁴⁰, parece-me explicável que surjam perplexidades na apreciação de questões relacionadas a essa regra societária de caráter aberto.

46. No entanto, por mais que o conceito de ética venha sendo relativizado na atualidade e que isso possa ter algum reflexo na leitura dos deveres fiduciários instituídos pela Lei 6.404/76, não tenho, pela minha perspectiva, como considerar que a atuação de Marcio Mello e Wagner Peres, por ocasião da aprovação do *severance package*, enquadrava-se nos padrões mínimos admitidos para que o comportamento desses acusados pudesse ser considerado em prol da companhia.

47. Nesse exercício de concretização das regras abertas que consubstanciam os deveres fiduciários, entendo que existem certas situações cinzentas que realmente não deveriam ser tratadas em processo sancionador. Contudo, não me parece, em hipótese alguma, que as condutas de Márcio Mello e Wagner Peres possam ser classificadas nessa zona de dúvida. Muito pelo contrário, a atuação desses dois conselheiros (que

239 WALD, Arnaldo. O governo das empresas. In: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, n. 15, jan./mar.2002, p. 3.

No mesmo sentido, pode-se citar a exposição de motivos da própria Lei 6404/76 (exp. n.º 196):

“Os artigos 154 a 161 definem, em enumeração minuciosa, e até pedagógica, os deveres e responsabilidades dos administradores. É Seção da maior importância no Projeto porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário. Não é mais possível que a parcela de poder, em alguns casos gigantesca, de que fruem as empresas - e, através delas, seus controladores e administradores - seja exercido em proveito apenas de sócios majoritários ou dirigentes, e não da companhia, que tem outros sócios, e em detrimento, ou sem levar em consideração, os interesses da comunidade. As normas desses artigos são, em sua maior parte, meros desdobramentos e exemplificações do padrão de comportamento dos administradores definido pela lei em vigor - o do “homem ativo e probo na administração dos seus próprios negócios” (§7º do art. 116 do Decreto-lei n.º 2.627) e, em substância, são as que vigoram, há muito tempo, nas legislações de outros povos; formuladas, como se encontram, tendo presente a realidade nacional, deverão orientar os administradores honestos, sem entorpecê-los na ação, com excessos utópicos. Servirão, ainda, para caracterizar e coibir abusos”. (<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>)

240 Nesse sentido, podemos citar também a lição do Flávia Parente, que, em monografia sobre o tema, analisa a inter-relação entre os deveres fiduciários e as regras morais:

“Os standards possuem caráter enunciativo, funcionando como diretivas genéricas, ao indicarem o modelo ou a combinação de elementos aceitos como corretos ou perfeitos pelo homem médio, sob determinadas circunstâncias.

Os standards revelam uma idéia comum de racionalidade, lealdade, ou justiça, envolvendo, de certa forma, um julgamento moral sobre determinado comportamento. Por tais motivos, devem tais padrões de conduta encontrar uma aplicação variável conforme o tempo, o lugar e as circunstâncias, devendo ser empregados segundo as peculiaridades de cada caso.

Em resumo, os standards não possuem um conteúdo exato e hermético; ao contrário, exprimem uma linha de conduta, uma diretiva geral ou uma orientação que vão informar a conduta social média e servirão de medida ou elemento de comparação para o juízo de casos concretos. Por serem amplos e flexíveis são capazes de abranger as mais variadas situações”. (PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 34-35).

também eram executivos destacados da HRT) transpôs em léguas o limite mínimo de ética que deve pautar a atuação que poderia ser considerada em prol da companhia.

48. Nesse ponto, divirjo respeitosamente da posição do Diretor Gonzalez sobre a dinâmica que seria legalmente admissível na negociação entre sociedade e administrador.

49. Nesse ambiente negocial específico, entendo existirem limites na postura que um administrador pode adotar na negociação com a companhia, uma vez que a “mesa de negociação” não é e nem deve ser um vale tudo em que o administrador poderia utilizar estratégias rasteiras e condutas de moralidade duvidosa para fazer prevalecer sua posição.

50. A rigor, em qualquer negociação existem certos padrões éticos que devem ser observados (boa-fé objetiva). Quando essa negociação é entre administrador e sociedade, os padrões de conduta devem ser ainda mais elevados, uma vez que o administrador tem a obrigação de ser leal com a companhia e sempre atuar em prol desta. Como alerta Luis Felipe Spinelli, a

“natureza ético-normativa impõe normas de conduta para que ajam os fiduciários de acordo com a posição de confiança que sustentam e que sempre levem em conta o interesse do fiduciante.”²⁴¹

51. Convém salientar que o Administrador é um órgão (Diretor) ou membro de órgão (Conselheiro de Administração) da companhia, de modo que ele participa da formação da própria vontade social. Assim, quando um administrador, já empossado em seu cargo, negocia um novo benefício particular com a companhia, deverá, em virtude de sua posição e do conflito de interesses presente na situação, ter extremo cuidado para que a sua conduta não viole estritos padrões éticos. Jamais poderia, por exemplo, valer-se de sua posição para obter o benefício pretendido.

52. Isso certamente não quer dizer que o administrador esteja obrigado a trabalhar por remuneração vil, ou que não possa efetivamente negociar benefícios a que entenda fazer jus.

53. Um administrador certamente pode discutir os benefícios que pretende receber em virtude do cargo, inclusive argumentado sobre qual o montante que entende adequado e sem o qual não permaneceria na companhia. Até aí, tudo bem, pois envolveria uma negociação legítima, totalmente aceitável segundo padrões éticos e de razoabilidade.

54. Diversamente, porém, deveria ser o tratamento do caso se esse mesmo administrador afirmasse, na negociação, não apenas que ele sairia da companhia caso não aprovado um determinado benefício, mas, indo além na estratégia para ter sucesso

241 Conflito de interesses na administração da sociedade anônima. SPINELLI, Luis Felipe; <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/134903/000986773.pdf?sequence=1>

em sua reivindicação, ameaçasse o conselho de administração de que insuflaria a saída de diversos técnicos essenciais para o desempenho do objeto social da companhia (sobre os quais teria manifesta influência).

55. Nessa segunda hipótese, parece-me que não seria difícil concluir que os padrões éticos mínimos que se impõem ao administrador teriam sido frontalmente agredidos, configurando-se, nos termos na lei, uma atuação inequivocamente contra os interesses da companhia.

56. Para utilizar um exemplo extremado, útil apenas para fins de ilustração de raciocínio, poder-se-ia imaginar o hipotético caso em que o administrador ameaçasse passar informações confidenciais da companhia para concorrente caso não lhe fosse concedido um determinado benefício remuneratório.

57. Esse ato, visivelmente ilegal, não seria por ninguém considerado uma negociação legítima. Embora a infração ora em análise e a do caso hipotético tenham níveis de reprobabilidade diferentes, uma vez que a segunda envolveria um ato manifestamente ilegal por si só, não tenho dúvida de que em ambos os casos as formas de negociações dos administradores teriam sido ilegítimas, redundando em violação ao dever de atuar em prol da companhia.

58. Por mais que me esforce para tentar vislumbrar outras perspectivas, não consigo ver como natural, correto e legítimo que um administrador se utilize da posição que ocupa na administração da companhia e da influência que detém sobre outros profissionais para fazer prevalecer a sua visão e os seus interesses em negociação envolvendo contrato em que figura como beneficiário, conduta ainda mais grave se considerarmos o momento especialmente sensível e delicado vivenciado pela companhia.

59. Observe-se que se essa mesma postura fosse adotada, em uma negociação, por um concorrente da HRT, isso já seria classificável, no mínimo, como de moralidade duvidosa. O que se pode dizer então dessa postura por parte de um administrador da própria companhia!?

60. Imagine-se, por exemplo, se todos os conselheiros adotassem esse mesma forma de proceder, ameaçando retirar da sociedade os técnicos por eles trazidos caso a sua visão não prevalecesse nas discussões do conselho. Isso seria um ambiente saudável de discussão? Representaria uma atuação em prol da companhia? Não tenho dúvida de que as respostas a essas perguntas seriam negativas!

61. Como expus em setembro de 2017, foi justamente essa a postura adotada por Márcio Mello e Wagner Peres para forçar a prevalência de sua posição em questão sobre a qual tinham particular interesse.

62. Não pretendo aqui retornar toda a exposição de fatos já realizada no voto proferi-

do em 2017, nem mesmo sobre a situação particularmente delicada pela qual passava a HRT naquele momento (em campanha exploratória cujo custo diário era de US\$ 1,3 milhão), mas ainda assim peço vênia para transcrever manifestação do conselheiro Peter O'Brien, em sintonia com outros depoimentos prestados, sobre a postura adotada por Marcio Mello e Wagner Peres naquele momento:

“Durante as negociações sobre o Severance Package com o Conselho de Administração na reunião de 22 de janeiro, por mais de uma vez Márcio Mello, Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração na época, demonstrou sua insatisfação com a situação e manifestou a vontade de deixar a Companhia, juntamente com sua equipe. Wagner Peres, o Diretor Presidente da HRT America e responsável pela perfuração na Namíbia, também disse que deixaria a Companhia com os profissionais que o acompanharam desde a BP se o Conselho de Administração estivesse dividido. Estas situações foram consideradas pelo Conselho de Administração durante a análise do Severance Package” - Peter O'Brien (fl. 258; g.n.)

63. O próprio Wagner Peres afirmou claramente que:

“Eu, inclusive, já havia manifestado meu descontentamento com a situação de instabilidade da Companhia e havia expressado que, se o Conselho de Administração ficasse dividido, sairia da Companhia, juntamente com os profissionais que me acompanhavam desde a B[ritish] P[etroleum]”. (fl. 236)

64. Essa não é, inequivocamente, uma postura em prol da companhia e que observa os deveres fiduciários previstos da Lei 6.404/76! Simplesmente não há, pela minha perspectiva de análise, como se considerar tal atuação como sendo uma conduta legítima e realizada em prol da companhia.

65. As condutas irregulares de Márcio Mello e Wagner Peres, contudo, não param por aí, uma vez que eles insistiram incisivamente para que a informação sobre o *severance package* não fosse levada ao conhecimento dos acionistas na assembleia geral da HRT, obstando, por conseguinte, a ciência dos acionistas sobre esse relevante contrato que beneficiava os altos diretores (*senior management*) que decidissem sair dos seus cargos por vontade própria, bastando, para tanto, que a composição do conselho de administração não fosse mantida na decisão da AGO de 2013 (ressalvadas apenas algumas exceções).

66. Essa campanha para não divulgação dos detalhes do *severance package* agravou ainda mais a situação, visto que Márcio Mello não somente interveio no direito dos acionistas de votarem informada e refletidamente sobre matéria cuja competência principal é da Assembleia Geral, como também inviabilizou a própria função que o pacote poderia desempenhar para desestimular a alteração do Conselho de Admi-

nistração, que teria como consequência o não acionamento do “gatilho” para saída voluntária dos diretores com recebimento de indenização. Ora, se os acionistas não sabiam que a não recondução dos conselheiros geraria o direito de retirada com indenização, como a assembleia poderia ponderar sobre a questão para, então, manter o conselho intacto!?

67. Sobre esse tema, o Diretor Gustavo Gonzalez, divergindo do meu voto, sustenta que o objetivo da regra seria a manutenção dos diretores até assembleia, e não a sua permanência após a assembleia geral. O argumento é interessante, contudo, considerando que o plano de benefícios foi aprovado em março de 2013 e a Assembleia Geral da HRT seria realizada em abril do mesmo ano, não vejo, com a devida vênia, nenhum sentido em que se realizasse ampla e complexa negociação, com elevados custos potenciais para a companhia, apenas para manter diretores na companhia por pouco mais de um mês.

68. Além disso, a campanha exploratória da Namíbia não terminaria em abril de 2013, nem, tampouco, possíveis interesses na aquisição do controle da HRT, de forma que não me parece, *data venia*, muito realista a interpretação de que o pacote de benefícios buscava apenas manter os diretores por esse reduzido período de pouco mais de um mês. De qualquer forma, o posicionamento sobre essa questão, por si só, não alteraria a conclusão sobre a irregularidade da conduta de Márcio Mello e Wagner Peres na condução das negociações, em virtude das demais circunstâncias já expostas.

69. Acrescente-se que a postura de Marcio Mello, colocando seus interesses pessoais em patamar bem superior ao da companhia, fica evidente quando ele afirma que: “Eu não quero ser um executivo de uma empresa [em que] qualquer um vem aqui e muda meu Conselho antes do mandato”.

70. Essa frase é emblemática para evidenciar a visão de Márcio Mello de que a HRT seria um negócio privado seu, muito longe da ideia de interesse social que está por trás de uma sociedade anônima de capital aberto.

71. Tal postura, mais uma vez, não me parece respeitar o dever de atuar em prol da companhia. A condução despótica de uma companhia, sem conceber a participação de vozes diferentes, não é definitivamente o padrão de conduta que se espera de um administrador, nos termos do disposto no art. 154 da LSA.

72. Relembre-se, ainda, que as condições defendidas por Márcio Mello e Wagner Peres para o *severance package* (e que vieram a preponderar ao final), diferentemente do sustentado pelos acusados, não protegiam os executivos apenas no caso de mudança da maioria dos conselheiros (“mudança de controle”), mas sim na hipótese de qualquer alteração no Conselho de Administração (com exceção de quatro conselheiros que ingressaram na companhia ao final de 2012 e que pediram para ser excluídos da

regra), o que reforça a postura totalitária desses dois acusados nas discussões sobre o tema. O foco não era a alteração do controle, mas qualquer alteração no Conselho de Administração que pretendiam manter intocado!

73. Em síntese: adotando qualquer possível critério de revisão da conduta dos administradores, seja o *bussines judgment rule*, o *entire fairness* ou outro eventual parâmetro de avaliação, a atuação de Márcio Mello e Wagner Peres no episódio em questão, ameaçando a sociedade a fim de ver aprovada vantagem que os beneficiava de forma particular, bem como atuando no sentido de privar os acionistas das informações sobre os gatilhos do pacote de benefícios, parece-me, por qualquer ângulo que se adote, violar agudamente o dever fiduciário de atuar em prol da companhia (colocando os interesses desta acima dos próprios), bem como os limites éticos que se impõem aos administradores ao discutir matéria em que tenha interesse particular.

74. Assim, pelas razões expostas no meu voto proferido em setembro do ano passado, complementadas pelos argumentos acima, mantenho a condenação de Márcio Mello e Wagner Peres ao pagamento de multa individual no valor de R\$ 450 mil.

75. No que se refere à situação de Milton Franke, outro conselheiro indicado como beneficiário do *severance package*, como já havia indicado no início desta manifestação, pretendo, diante das discussões travadas, alterar a conclusão adotada inicialmente.

76. Como já exposto em setembro de 2017, Milton Franke, diferentemente de Márcio Mello e Wagner Peres, teve atuação passiva na negociação do *severance package*, tanto que, ao analisar sua situação, afirmei que sua condenação teria decorrido de omissão no dever de se imiscuir nas discussões para decidir o que seria o melhor para a sociedade em questão sobre a qual teria interesse particular.

77. Nesse ponto, mantenho meu entendimento de que o administrador especialmente interessado em uma questão que lhe beneficie de forma particular deve se abster de participar da votação (e discussões) ou, sendo permitida sua participação, ter uma atuação especialmente diligente para verificar se a decisão é realmente salutar para a companhia. No tema específico ora em discussão, também tem o administrador o dever de verificar se a decisão está em sintonia com a decisão da assembleia sobre remuneração, uma vez que, no sistema brasileiro, este é o órgão com atribuição principal no que se refere à fixação da remuneração dos administradores.

78. De qualquer forma, considerando que não há evidências de que Milton Franke tenha agido conscientemente em desfavor da companhia, colocando seus interesses acima dos da HRT, bem como levando em conta que o nível de atuação dos conselheiros nas discussões sobre questões em que eles tenham particular interesse é polêmica no colegiado da CVM, altero meu voto anterior para absolver este acusado, em especial porque o processo sancionador não é ambiente adequado para definir questões jurídicas ainda em aberto.

79. Essa absolvição específica, é bom salientar, apenas reforça a condenação de Márcio Mello e Wagner Peres, evidenciando que não se esta, no presente processo, analisando simplesmente o conteúdo da decisão do conselho de administração, mas sim a conduta dos administradores durante todo o processo de discussão e aprovação de *severance package*, tal como foi bastante salientado no voto por mim proferido em setembro de 2017.

80. Do exposto, altero meu voto anterior para concluir pela absolvição de Milton Romeu Franke, mantendo integralmente as demais condenações e absolvições.

16. É a minha manifestação complementar de voto.

Rio de Janeiro, 31 de julho de 2018.

Gustavo Tavares Borba
Diretor Relator

Manifestação de voto do Diretor Presidente Marcelo Barbosa

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela SEP²⁴² para apurar a conduta dos membros do conselho de administração da HRT na negociação e aprovação do “*Severance Package*”, instrumento que estabelecia um pacote de benefícios, contemplando direito a indenizações a determinados administradores e outros executivos estratégicos da Companhia. A justificativa para a criação de tal pacote de benefícios foi, principalmente, a necessidade de retenção dos sujeitos beneficiários, considerando especialmente o momento delicado que vivia a Companhia²⁴³.

2. O que motivou a acusação foi a leitura feita pela área técnica da cláusula do *Severance Package* que previa indenização aos conselheiros que também eram diretores estatutários da Companhia, na hipótese em que a assembleia de acionistas rejeitasse qualquer dos candidatos indicados pela administração para compor o conselho de administração²⁴⁴. Neste caso, segundo os termos do *Severance Package*, os conselheiros-diretores, se assim desejassem, poderiam se desligar voluntariamente da Companhia e fazer jus a uma indenização²⁴⁵.

3. Por entender que esta regra implicaria a outorga de vantagem desproporcional em

242 Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório elaborado pelo Diretor Gustavo Tavares Borba.

243 A este respeito, faço referência aos itens 72 a 77 do voto do Diretor Relator Gustavo Borba.

244 A cláusula ressaltava, porém, que a substituição dos conselheiros Joseph P. Ash, Peter L. O'Brien, Thomas W. Ebbert e [C.L.P.] não autorizaria a indenização ali prevista.

245 Poderiam ser beneficiados por esta indenização os conselheiros Marcio Rocha Mello, Milton Romeu Franke e Wagner Elias Peres que ocupavam, respectivamente, os cargos de diretor presidente da HRT, diretor de planejamento da HRT e diretor presidente da HRT América Inc., subsidiária da Companhia.

favor dos conselheiros-diretores, ganhando “contornos de blindagem”, a SEP imputou a tais conselheiros responsabilidade por terem aprovado a obrigação da Companhia aos termos do *Severance Package*, em suposta violação ao art. 156246 da Lei nº 6.404/76 e, aos demais membros do conselho de administração, também por terem aprovado o pacote de benefícios, a responsabilidade pela infração ao art. 154247 da Lei nº 6.404/76.

4. Em 17.01.2017, o Colegiado decidiu pela redefinição jurídica dos fatos, afastando a imputação pela violação ao art. 156 proposta pela SEP e atribuindo a todos os membros do conselho de administração que votaram favoravelmente à aprovação do *Severance Package* a responsabilidade pela infração ao art. 154.

5. Para afastar a incidência do art. 156, o Colegiado entendeu que, apesar de evidente interesse pessoal dos conselheiros-diretores na deliberação sobre o pacote de benefícios a que fariam jus, seus votos não deveriam ser proibidos. Essa conclusão estaria respaldada pela autorização que a lei confere aos membros do conselho de administração para aprovar o montante individual de suas respectivas remunerações.

6. Quanto à extensão da responsabilidade pela infração ao art. 154 a todos os acusados indistintamente, foi decidido que²⁴⁸, por ser o conselho de administração órgão colegiado, todos aqueles que supostamente teriam concorrido para a formação da vontade coletiva - e portanto aprovado o *Severance Package* - “deve[riam], a princípio, responder, nos mesmos termos, pelas irregularidades eventualmente cometidas”²⁴⁹.

7. Assim redefinido o enquadramento jurídico dos fatos, o papel que se impôs ao Colegiado diante desta controvérsia passou a ser o de avaliar se os membros do conselho de administração da HRT, ao negociarem e aprovarem o *Severance Package*, agiram em desvio de poder, violando o art. 154 da Lei nº 6.404/76. Em essência, portanto, a questão se deslocou para a verificação de suposta violação do comando legal segundo o qual os administradores devem exercer suas atribuições “para lograr os fins e no interesse da companhia”.

8. Em linha com a doutrina e com os precedentes da CVM, entendo que o exame dessa questão envolve a análise da conduta dos administradores, inclusive do conteúdo das decisões tomadas no âmbito dos órgãos colegiados (conselho de administração e diretoria), com o objetivo de aferir se elas se conciliam com o objeto social e os inte-

246 Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

247 Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

248 A decisão a respeito desse ponto se deu pela maioria do Colegiado, que acompanhou a declaração de voto apresentada pelo Diretor Pablo Renteria.

249 conforme trecho da declaração de voto apresentada pelo Diretor Pablo Renteria na ocasião.

resses da companhia 250 . Trata-se, assim, de exame de mérito, cabendo aos administradores, quando em face da acusação por desvio de poder, lançar mão de elementos aptos a demonstrar o alinhamento de seus atos aos interesses da companhia.

9. No entanto, e é importante frisar, o exame de mérito que o art. 154 impõe não envolve um juízo de adequação da conduta ou decisão do administrador no sentido de avaliar se foram ideais para a companhia. Como bem ponderado pelo então Diretor Marcelo Trindade ao analisar caso de suposto descumprimento do art. 154 por membro de conselho de administração:

“[e]ssa gravidade [faltar com seu dever de fidelidade à sociedade em descumprimento ao art. 154] não deve, a meu ver, incentivar o Colegiado a, examinando a posteriori a correção da conduta, perder de vista os fatos contemporâneos àquela conduta. É dever do julgador levar em conta os fatos que cercavam o ato em exame, e a relevância que àqueles fatos se atribuiu à época. Do mesmo modo, não se pode exigir dos administradores, em casos como este, um comportamento extraordinário, superior à conduta média esperada em situações semelhantes. Não se pode apenas alguém que não adote a melhor conduta possível, em uma dada situação, mas apenas quem não atue de acordo com o padrão esperado, definido pela lei como o “cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios” (cf. o art. 153 da Lei 6.404/76). 7. Também me parece necessário, para o julgamento de um caso como este — e de outros que venham a assemelhar-se, notadamente no cenário, cada vez mais presente entre nós, de companhias sem controle definido —, separar o joio do trigo, distinguindo o eventual descumprimento de uma formalidade que não seja relevante da adoção de uma conduta contrária aos deveres de atuação independente e isenta dos administradores. Em outras palavras: não é a mera inobservância de uma conduta formalmente exigida que deve determinar a condenação, mas a consequência de uma tal inobservância na realidade da situação em que ocorrida” (grifou-se) ²⁵¹

250 A análise do conteúdo das condutas e decisões decorre dos próprios termos segundo os quais o desvio de poder é definido. De acordo com Luiz Antonio Sampaio Campos, trata-se da conduta praticada pelos administradores que “embora observando formalmente os padrões de conduta que lhes são impostos, deles se afastam em essência, conduzindo-se de forma a atingir finalidade diversa, deixando de privilegiar a sociedade para favorecer os interesses de terceiros ou os seus próprios” (CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. “Órgãos Sociais”. In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.) Direito das Companhias. 2a Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 816.). Recorrendo aos casos concretos, os precedentes da CVM definiram os contornos do exame imposto pelo art. 154. Confira-se, nesse sentido, o trecho do voto do então Diretor Otavio Yazbek no PAS CVM nº RJ 2008/4857, j. em 23.08.2011: “Em larga medida, a análise dos deveres constantes do art. 154 baseia-se em duas dimensões, que entendo serem bastante distintas na prática. A primeira delas diz respeito à obrigatoriedade, para os administradores, de não desviarem a companhia da persecução de seu objeto social. A segunda dimensão está mais relacionada à necessidade de atuar no interesse da companhia, sendo vedada, aos administradores, porquanto investidos de poder de vinculação da sociedade e de disposição de seus bens, a persecução de interesses próprios ou de terceiros”.

251 PAS CVM nº RJ 2005/7229, j. em 10.05.2006, Dir. Rel. Marcelo Trindade.

10. E neste ponto noto que, a meu ver, inexistem nos autos elementos que autorizem identificar, no processo de discussão, negociação e aprovação do *Severance Package*, a predominância ou mesmo presença relevante de orientação em sentido diverso ao do interesse da Companhia.

11. Nesse sentido, entendo fundamental para a análise que ora se impõe, por ser elemento diferenciador de outras situações já apreciadas pelo Colegiado da CVM (conforme explicarei adiante), o fato inquestionável de que, quando da negociação e aprovação do *Severance Package*, oito dos onze membros que compunham o conselho de administração da Companhia eram independentes, seja porque não eram vinculados a um acionista controlador²⁵² seja porque não tinham interesse pessoal, direto ou indireto, na deliberação²⁵³.

12. Essa particularidade é relevante pois permite presumir que, ausentes evidências de má-fé ou fraude, tais conselheiros não estavam imbuídos de interesses outros que não os da Companhia quando negociaram e aprovaram o *Severance Package*. Desta conclusão, decorre uma segunda: dada a natureza colegiada do órgão, segundo a qual a decisão que prevalece é, necessariamente, a da maioria, e sendo a maioria que aprovou tal deliberação, inexistem as condições mínimas para a configuração da atuação dos conselheiros com desvio de finalidade, nos termos prescritos na lei societária.

13. Obviamente, sob outras circunstâncias, a conclusão poderia ser diferente. Por exemplo, se a conduta questionada se opusesse de forma contundente ao interesse da companhia, como nos casos envolvendo atos de liberalidade praticados por administradores²⁵⁴. Ou, ainda, se a ausência de independência dos administradores cuja decisão se contesta fosse flagrante, como já reconhecido em precedentes deste Colegiado²⁵⁵.

252 Conforme a versão do formulário de referência apresentada em 28.01.2013, a HRT, à época dos fatos, era companhia de capital disperso e não tinha nenhum acionista com participação superior a 15% do capital social.

253 Enquanto os conselheiros Marcio Mello, Milton Franke e Wagner Peres estavam relacionados à Companhia desde a sua fundação, os demais foram escolhidos em circunstâncias distintas que os dissociavam desse grupo original de administradores. Além disso, os três primeiros conselheiros tinham interesse pessoal na deliberação porque poderiam ser contemplados pela indenização prevista no *Severance Package*.

254 Nesse sentido, os PAS CVM n° 02/2011, j. em 08.12.2015, Dir. Rel. Gustavo Borba, PAS CVM n° RJ 2012/3110, j. em 14.02.2017, Dir. Rel. Pablo Renteria e PAS CVM n° 14/2009, j. em 11.08.2015, Dir. Rel. Luciana Dias. No primeiro, o diretor presidente da Minasfer S.A., que também era presidente do conselho de administração, foi condenado por desvio de poder por ter alienado o parque industrial dessa companhia para empresa do mesmo grupo, inviabilizando o exercício das suas atividades básicas, e por ter transferido o crédito correspondente a esta alienação para outra empresa, também do mesmo grupo, sem incidência de juros. As circunstâncias desse caso levaram, inclusive, à condenação dos demais membros do conselho de administração pelo descumprimento do art. 153 da Lei n° 6.404/76 porque, entre outras razões, era flagrante à inadequação dos atos executados pelo diretor presidente aos interesses da companhia. Segundo o voto do Diretor Relator: “sendo incontestado que a venda dos ativos imobilizados à Autocast/BHPPar eliminou a possibilidade de a Minasfer executar seu objeto social, e que a postergação do recebimento do crédito por três anos sem previsão de juros foi tão danosa à companhia quanto benéfica para as contrapartes do mesmo grupo empresarial, não remanesce qualquer dúvida de que os conselheiros de administração da Companhia não atuaram com o exigido dever de diligência”. O abuso de poder examinado no segundo processo também era evidente e dizia respeito ao membro do conselho de administração da Companhia de Participações Aliança da Bahia que recebeu valores dessa companhia em contrapartida a serviços que não foram comprovadamente prestados no âmbito de contrato de prestação de serviços firmado entre ele e a companhia. Da mesma forma, o terceiro sancionador envolveu a conduta dos diretores da Mender Júnior Engenharia S.A. que foram condenados por terem cedido gratuita e injustificadamente parte substancial dos equipamentos da companhia.

255 Foi o que ocorreu, por exemplo, no PAS CVM n° RJ 2005/1443, j. em 10.05.2006, Dir. Rel. Pedro Marcilio. Neste processo o presidente do conselho de administração da Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina, que também

14. Em todas essas situações, a higidez da conduta ou do processo decisório do qual resulta a decisão questionada é naturalmente fragilizada, de modo que se torna mais difícil pressupor sua correspondência aos interesses sociais e, por isso mesmo, recorre-se ao exame de mérito.

15. Pode-se argumentar, porém, que o número majoritário de membros independentes do conselho de administração da HRT não seria suficiente para garantir a isenção das deliberações. De fato, o caráter desinteressado da decisão depende da força que esses sujeitos têm de efetivamente conduzir o processo decisório segundo o objeto e os interesses sociais. E, quanto a este aspecto, as evidências dos autos confirmam que a imparcialidade dos conselheiros independentes da Companhia não era mera aparência.

Ao contrário, há nos autos documentação que comprova a preocupação e o esforço desses administradores, durante o processo decisório que envolveu o *Severance Package*, no sentido de atender aos interesses sociais.

16. O conteúdo dos e-mails trocados entre os conselheiros e das transcrições das reuniões em que os termos gerais e a versão final do *Severance Package* foi aprovada permite facilmente concluir que houve efetiva negociação a respeito de seus termos e condições²⁵⁶, tendo surgido, ao longo do processo decisório, uma série de objeções de parte dos conselheiros independentes que, ao final, resultaram em relevantes alterações das condições originalmente propostas²⁵⁷.

17. A despeito dessa conclusão, deve-se esclarecer que o interesse pessoal dos conselheiros-diretores na deliberação não torna a conduta desses sujeitos, necessaria-

era o acionista controlador, assim como os conselheiros por ele indicados, foram condenados por desvio de finalidade por terem aprovado propostas estatutárias que, em última instância, tinham como finalidade impedir que as ações preferenciais viessem a adquirir o poder de voto temporário, atendendo unicamente ao interesse do acionista controlador. Neste caso, a análise do mérito da decisão aprovada pelo conselho, como registrado no voto do Diretor Relator, decorreu, em larga medida, da evidente ausência do caráter desinteressado da decisão no caso do presidente do conselho e, no caso dos demais conselheiros indicados pelo controlador, da comprovação a partir das atas e discussões de que teriam agido conforme os interesses do controlador.

256 Foram trocados uma série de e-mails entre os conselheiros nos quais estes expunham dúvidas, levantavam possíveis problemas e propunham alternativas relacionadas aos termos e condições do *Severance Package* (fls. 846-852 e 854-857). Os conselheiros independentes também confirmaram em suas manifestações prévias que discutiram ampla e intensamente os termos e condições do *Severance Package*, muitas vezes em reuniões apartadas das reuniões do conselho de administração, das quais apenas os conselheiros independentes participaram (fls. 246, 256, 265, 280, 287 e 288). Ademais, as transcrições da reunião do conselho de administração realizada em 04.03.2013 (fls. 1.571-1.575), na qual os termos finais do *Severance Package* foram aprovados, ilustram parte das discussões havidas entre os conselheiros como, por exemplo, a sugestão proposta pelos conselheiros independentes e aceita pelos demais membros de limitar as hipóteses de alteração de controle (um dos gatilhos do *Severance Package*) a operações que resultassem na participação, por um acionista ou grupo de acionistas, igual ou maior a 20% do capital social da Companhia (fls. 1.571-1.572). As transcrições da reunião do conselho de administração realizada em 22.01.2013 (fls. 1.585-1.587) também demonstram as intensas discussões relacionadas aos demais gatilhos do *Severance Package*.

257 Entre as alterações dos termos do *Severance Package* relativo ao “Senior Management”, destacam-se as seguintes: (i) um dos gatilhos que poderia disparar a indenização passou a ser a rejeição de qualquer membro dentre os sete que faziam parte da chapa proposta pela administração à assembleia geral e não mais de qualquer dos onze membros; (ii) a inclusão da possibilidade de a Companhia rescindir o *Severance Package* caso, no mês do pagamento das indenizações e no mês anterior a ele, seu caixa fosse inferior a duzentos milhões de reais; (iii) a inclusão do compromisso de não-concorrência assumido pelos beneficiários do plano; e (iv) a redução da indenização a que faria juz o Diretor Presidente da Companhia para três vezes sua remuneração anual (fixa e variável) ao invés de quatro vezes.

mente, dissociada do interesse da Companhia. Se fosse assim, Marcio Mello, Milton Franke e Wagner Peres deveriam ter sido impedidos de participar da deliberação, o que estaria em desacordo com a decisão do Colegiado sobre a redefinição jurídica dos fatos.

18. Parece-me que a conduta desses conselheiros somente poderia ser questionada se tivessem sido identificados indícios de má-fé ou fraude a denunciar que estariam agindo pautados por interesses inconciliáveis com os da Companhia. Conforme procurei demonstrar, os fatos não permitem tal conclusão. Ao menos não a ponto de servir de base para uma condenação no âmbito de processo sancionador.

19. Com efeito, tais conselheiros em nenhum momento obstaram ou mesmo desincentivaram a ampla discussão do *Severance Package* pelos membros independentes do conselho, quanto menos faltaram com transparência ou lealdade perante estes naquilo que envolvia o plano de benefícios²⁵⁸. Ademais, tampouco se opuseram à submissão do pacote de indenizações ao comitê de remuneração da Companhia.

20. Aliás, a revisão e aprovação dos termos e condições do *Severance Package* por comitê que, à época dos fatos, era constituído exclusivamente por conselheiros independentes²⁵⁹, reforça não apenas a higidez do processo decisório - porque mitiga a eventual influência dos conselheiros-diretores sobre a decisão colegiada do órgão -, mas também contribui para esvaziar suspeitas quanto à ausência de boa-fé daqueles conselheiros em relação aos quais poderia se vislumbrar um potencial conflito de interesses. Afinal, mesmo correndo o risco de que o *Severance Package* não fosse aprovado, os conselheiros-diretores não hesitaram em submetê-lo ao crivo do comitê de remuneração.

21. Todos esses elementos confirmam que a conduta de cada um dos administradores no processo de proposição, análise, convencimento e deliberação sobre a celebração do *Severance Package* se deu sem desobediência aos padrões legais de diligência ou sem desalinhamento com os interesses da HRT, especialmente quando considerada a situação operacional e reputacional da Companhia à época, devidamente exposta pelo Diretor Relator em seu voto.

22. Daí porque não vejo razões para questionar o cumprimento do art. 154, caput, da Lei nº 6.404/76 pelos administradores da HRT.

23. É também importante ressaltar que avaliar se a decisão que aprovou o *Severance Package* foi a melhor ou a mais adequada para a Companhia é irrelevante. Como

²⁵⁸ Depois de formulada a acusação, surgiram nos autos indícios de que os conselheiros-diretores teriam omitido dos demais conselheiros a existência de acordos de não-competição celebrados com a Companhia em setembro de 2012. Justamente por não terem sido contemplados pela SEP no termo de acusação, esses indícios não foram levados em conta para a presente análise.

²⁵⁹ Faziam parte do comitê de remuneração da Companhia que examinou e aprovou o *Severance Package* os Srs. John Anderson Willot, Joseph P. Ash, Peter O'Brien e Thomas W. Ebbert.

adequadamente reconhecido em inúmeros precedentes 260, não cabe ao julgador, em momento posterior, examinar a conveniência e oportunidade de decisões negociais tomadas por administradores de companhias abertas, como foi a celebração do pacote de benefícios. Tal exame implica considerar informações e circunstâncias de que a CVM não dispõe para a devida análise. Destaco sobre este aspecto a seguinte passagem do voto da então Diretora Maria Helena de Santana²⁶¹ que ilustra os riscos que esse juízo de valor pode gerar:

“creio que considerações sobre o mérito de decisões de negócio, em geral, extrapolam o papel do regulador, em sua tarefa de revisão da legalidade dos atos dos administradores de companhia aberta. O regulador deve evitar que sua eventual avaliação seja fator que influencie a análise sobre a legalidade da atuação dos administradores, pois pode observar as decisões tomadas por eles em condições de certa forma mais favoráveis, e sem dúvida bastante distintas das que enfrenta o gestor na hora de fazer escolhas. 44. O gestor de companhia lida com restrições de tempo e de recursos que o levam a dedicar mais ou menos tempo a certas decisões, a realizar estudos mais ou menos aprofundados em cada caso, e isso faz parte de suas responsabilidades. Além disso, ele certamente dispõe de dados que não estão disponíveis para o regulador, os quais considera em suas decisões. 45. Mas a análise da CVM sobre determinado ato de gestão conta com uma grande vantagem, que não seria justo permitir que fosse usada em prejuízo dos administradores: ela é feita de posse da informação sobre o resultado que o ato acarretou. Se a revisão da legalidade de atos de administração, portanto, puder avançar em aspectos do COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS mérito das decisões, estaremos correndo o risco de reduzir o dinamismo de nossas companhias abertas, pois estará sendo incentivada uma postura extremamente avessa ao risco por parte dos seus administradores.” (grifou-se)

24. Dessa forma, embora reconheça que a cláusula do *Severance Package* que motivou a acusação não seja usual, pelas razões acima apresentadas não vejo como concluir que os conselheiros da HRT agiram de forma dissonante dos interesses sociais. E, sendo assim, voto pela absolvição de todos os acusados em relação à acusação de infração ao art. 154 da Lei nº 6.404/76.

25. Apesar disso, considero importante registrar que, tal como identificado pela acusação, houve falhas informacionais na elaboração da proposta da administração que subsidiou a assembleia geral ordinária de 2013 da Companhia.

260 Manifestações no mesmo sentido foram feitas, entre outros, no PAS CVM nº RJ 2005/8542, j. em 29.08.2006, Dir. Rel. Pedro Marcilio; PAS CVM nº RJ 2004/5392, j. em 29.08.2006, Dir. Rel. Pedro Marcilio e no PAS CVM nº RJ 2008/9574, j. em 27.12.2012, Dir. Rel. Ana Novaes.

261 Voto proferido no âmbito do PAS CVM nº RJ 2005/0097, j. em 15.03.2007, Dir. Rel. Maria Helena de Santana.

26. Na ocasião, a administração da HRT limitou-se a incluir na proposta referências genéricas ao *Severance Package*, sem qualquer menção às hipóteses de acionamento do 21 plano²⁶², o que seria relevante no âmbito do processo de discussão e aprovação pelos acionistas. No entanto, neste caso não se está a cuidar desta questão específica.

27. Entendo que a disponibilização dessas informações é parte do dever de transparência e lealdade que os conselheiros têm perante os acionistas, o que torna reprovável a conduta dos acusados neste particular. Entretanto, como a responsabilidade por esta irregularidade não figurou no termo de acusação formulado pela SEP, não cabe ao Colegiado, nesta oportunidade, examinar a questão sob pena de desrespeitar a segregação entre, de um lado, as funções investigativa e acusatória e, de outro, a função julgadora.

É como voto.

Rio de Janeiro, 31 de julho de 2018.

Marcelo Barbosa

Presidente

Manifestação de Voto - Henrique Balduino Machado Moreira

Senhor Presidente e demais Diretores,

1. Diante do conjunto fático-probatório, entendo que os acusados Marcio Rocha Melo e Wagner Elias Peres violaram o seu dever de conduta na negociação e na aprovação do *Severance Package*. A ameaça realizada à integridade dos negócios da companhia como estratégia de negociação de cláusulas do plano de benefício é exemplo, provado nos autos, de que o interesse social restou olvidado por esses administradores no exercício de suas funções.

2. Da mesma forma, diante dos elementos dos autos e da suscitada assimetria informacional com que os membros do conselho de administração participaram do procedimento ora investigado, afasto a responsabilidade dos demais acusados.

²⁶² As únicas informações que constaram da proposta de administração era que “O Conselho de Administração, em 22 de janeiro de 2013, aprovou a celebração de um Instrumento Particular (*severance package*) entre a Companhia e seus Administradores que prevê indenização nas condições e hipóteses ali estabelecidas. Considerando como base o mês de março de 2013, o valor estimado está em cerca de R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais)”. As informações adicionais sobre o *Severance Package*, incluindo as hipóteses de acionamento do plano, foram tornadas públicas apenas na versão do formulário de referência apresentada depois da realização da assembleia.

3. Nesses termos, voto pela absolvição de Joseph P. Ash, John Anderson Willott, Carlos Thadeu de Freitas Gomes, Milton Romeu Franke, William Lawrence Fisher, Peter L. O'Brien, Thomas W. Ebborn, Elia Ndevanjema Shikongo; e pela condenação de Marcio Rocha Mello e Wagner Elias Peres à penalidade de multa no valor de R\$ 450 mil.

É como voto.

Rio de Janeiro, 31 de julho de 2018

Henrique Balduino Machado Moreira

Diretor

Manifestação de voto do Direito Gustavo Machado Gonzalez

I. PANO DE FUNDO

1. Neste processo sancionador, discutimos se os membros do conselho de administração da HRT²⁶³ violaram o dever de atuar no interesse da companhia, infringido assim o artigo 154 da Lei nº 6.404/1976, ao aprovarem a celebração, pela Companhia, de um pacote de indenizações - o *Severance Package* - em favor de alguns de seus executivos e profissionais, incluindo alguns dos integrantes do referido conselho.

2. O conselho de administração da Companhia era composto majoritariamente de conselheiros independentes²⁶⁴, alguns dos quais escolhidos através de um processo de seleção conduzido por investidores estrangeiros que detinham participação relevante na HRT e não eram ligados aos seus administradores originais. Como bem ressaltado no voto do Relator, a acusação não traz qualquer elemento que nos autorize concluir de outra forma. A toda evidência, o fato de o conselheiro receber remuneração²⁶⁵ pelo exercício do cargo ou constar na chapa proposta pela administração não pode ser considerado indício de falta de independência. Qualquer interpretação diversa impossibilita o cumprimento das regras de listagem que exigem um número

²⁶³ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório elaborado pelo Diretor Relator Gustavo Borba.

²⁶⁴ Segundo o Formulário de Referência arquivado pela Companhia em 28.01.2013, oito dos onze conselheiros atendiam aos requisitos de independência do segmento de listagem.

²⁶⁵ Como destaca Nelson Eizirik, "os administradores eleitos na Assembleia Geral se encontram em uma situação jurídica que decorre da lei e não de um acordo de vontades. Portanto, sua remuneração tem caráter institucional e obrigatório, representando uma obrigação legal a cargo da sociedade para a qual foram eleitos". EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário: Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 55.

mínimo de conselheiros independentes.

3. Ademais, a maioria dos conselheiros da Companhia não possuía qualquer interesse pessoal na matéria em que teriam, na opinião da SEP, incorrido em abuso de poder. Ao todo, 28 executivos e funcionários da HRT foram contemplados com o *Severance Package*, incluindo três membros do conselho de administração, os quais foram incluídos no pacote de indenização em razão de atributos bem demarcados, que não se confundiam com a sua atuação no referido conselho. Ressalte-se, ainda, que não havia então nenhum acionista ou grupo de acionistas que detivesse a capacidade de determinar, de forma estável, o controle da Companhia²⁶⁶.

4. Assim, embora todos os conselheiros da HRT tenham participado do processo de discussão e aprovação do *Severance Package*, a decisão colegial²⁶⁷ foi tomada por uma maioria desinteressada. Parece também relevante destacar que o assunto foi debatido pelo conselho de administração durante mais de dois meses, com a constituição de um comitê de remuneração e a contratação de assessores externos com expertise na matéria.

5. Ressalto, por fim, que o juízo que temos de fazer neste caso se refere a um possível desvio de poder. Ou seja, não nos cabe sindicar se as decisões foram as melhores ou as mais adequadas, mas se essas foram tomadas “para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa”. Não se trata, portanto, de avaliar melhores práticas, muito embora o exame não possa ignorar os arranjos de governança adotados pela companhia ou negar-lhes efeitos que o sistema da lei lhes atribui.

6. Tenho, em resumo, divergências em questões de direito e de fato. As divergências jurídicas são duas, ambas relacionadas ao padrão de revisão da conduta do conselho de administração. A primeira delas é quanto à possibilidade de adoção de padrões de revisão diferenciados para conselheiros interessados e desinteressados. Ao contrário do Relator, entendo que as condutas de todos os conselheiros devem ser analisadas

266 Ainda segundo o Formulário de Referência arquivado pela HRT em 28.01.2013, a HRT, naquela época, (i) não possuía nenhum acionista com participação superior a 15% do capital social e votante (a Companhia era listada no Novo Mercado e seu capital era representado apenas por ações ordinárias); (ii) tinha apenas um acionista com participação superior a 10%, mas inferior a 15%; (iii) e dois acionistas com participação superior a 5%, mas inferior a 10%; (iv) sendo que os demais 73,96% de seu capital estavam distribuídos entre outros acionistas.

267 Nas palavras de Luciano de Souza Leão Jr.: “A LSA dispõe que o Conselho de Administração é órgão de deliberação colegiada (...). Colégio é grupo de pessoas com o mesmo status, ou que exercem as mesmas funções, e deliberação colegiada é decisão sobre ato voluntário por conjunto de pessoas que são membros de um colégio. A decisão colegiada é ato coletivo - conjunto de atos de vontade individuais que formam um único ato porque organizados pelo procedimento de deliberação, que compreende ao menos (a) a comunicação, a todos os membros do colégio, da instalação do processo de deliberação e da proposta a ser votada, (b) a manifestação dos membros sobre a proposta com o fim de formar a vontade social, e (c) a coleta dessas manifestações e proclamação da deliberação. O que fundamenta a imputação da deliberação a todo o colégio é a natureza unitária do ato criado pelo procedimento de deliberação, que transforma a multiplicidade de atos individuais em ato coletivo - ato do colégio como todo porque resulta de ação comum dos seus membros. Esse procedimento justifica a determinação da vontade social pela maioria, e não pela unanimidade dos membros. A definição legal do Conselho de Administração como órgão de deliberação colegiada significa que suas atribuições são exercidas pelo conjunto dos membros, e não por estes, individualmente.” Luciano de Souza Leão Jr. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.) Direito das Companhias. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 748-749.

sob a mesma lente, sem prejuízo, é claro, do dever de atentarmos para as especificidades de cada acusado.

7. A segunda divergência jurídica se refere ao padrão de revisão apropriado para o caso. Em seu voto, o Relator analisa a conduta dos conselheiros interessados a partir do teste de justiça integral (*entire fairness*) formulado pelos tribunais norte-americanos e aplica a *business judgment rule* para os demais. A meu ver, a *business judgment rule* deve, a princípio²⁶⁸, ser aplicada em casos instaurados para apurar possíveis violações ao dever de diligência (artigo 153). Neste caso, contudo, discute-se uma possível atuação em desvio de poder (artigo 154), o que nos impede de nos atermos unicamente aos aspectos procedimentais. O exame substantivo imposto pelo artigo 154 não envolve, contudo, uma avaliação invasiva como a do *entire fairness*, mas a verificação da existência de elementos que indiquem o desvio de poder, ou seja, que os atos praticados pelos administradores visavam a outros fins que não a lograr os interesses da companhia.

8. A divergência no exame dos fatos possivelmente decorre das divergências jurídicas acima apontadas. Em resumo, parece-me que não nos cabe sindicar se as decisões tomadas pelo conselho de administração quanto à conveniência de se adotar o *Severance Package* ou às condições específicas do referido pacote eram as melhores ou mesmo as mais razoáveis, mas perscrutar se existem provas - inclusive indiciárias - que nos permitam concluir pela prática de ato em desvio de poder. A meu ver, tais provas não se encontram presentes, razão pela qual dirijo respeitosamente do Relator e voto pela absolvição de todos os acusados.

II. DOS PADRÕES DE CONDUTA AOS PADRÕES DE REVISÃO

9. Como indicado acima, o Relator examina de modo diferenciado a atuação dos conselheiros desinteressados e interessados. Aplica, para os primeiros, a regra da decisão negocial (*business judgment rule*), e para os demais, a regra da justiça integral (*entire fairness*).

Padrões de conduta e de revisão

10. De plano, parece-me importante registrar - sem nenhuma pretensão, todavia, de

268 V. os votos do Diretor Relator Pedro Marcilio no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/1443 e no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/2004, j. respectivamente em 10.05.2006 e 15.05.2007. O importante esforço de sistematização realizado nesses dois precedentes teve como foco o dever de diligência, não havendo ainda, em nossa jurisprudência administrativa, uma investigação mais aprofundada do dever de lealdade e dos padrões de revisão apropriados a esses casos. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11703 - Voto Vista - Página 3 de 30

Na jurisprudência norte-americana, reconhece-se que a *business judgment rule* pode também, ainda que em circunstâncias bastante específicas, ser aplicada a casos que investigam violações ao dever de lealdade. Nesse sentido, cf. UEBLER, Thomas A. "Reinterpreting Section 141(e) of Delaware's General Corporation Law: Why Interested Directors Should Be 'Fully Protected' in Relying on Expert Advice".

In: *The Business Lawyer*, Vol. 65, n. 4, 2010, p. 1032 (nota 41).

Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11703 - Voto Vista - Página 4 de 30

esgotar o assunto - a importante distinção entre os padrões de conduta e os padrões de revisão adotados para verificar, *ex post*, o cumprimento dos deveres fiduciários. Sobre o assunto, disserta Melvin Aron Eisenberg:

*“A standard of conduct states how an actor should conduct a given activity or play a given role. A standard of review states the test a court should apply when it reviews an actor’s conduct to determine whether to impose liability or grant injunctive relief. In many or most areas of law, these two kinds of standards tend to be conflated. (...) The conflation of standards of conduct and standards of review is so common that it is easy to overlook the fact that whether the two kinds of standards are or should be identical in any given area is a matter of prudential judgment. Perhaps standards of conduct and standards of review in corporate law would always be identical in a world in which information was perfect, the risk of liability for assuming a given corporate role was always commensurate with the incentives for assuming the role, and institutional considerations never required deference to a corporate organ. In the real world, however, these conditions seldom hold, and the standards of review in corporate law pervasively diverge from the standards of conduct. A byproduct of this divergence has been the development of a great number of standards of review in this area. In the past, the major standards of review have included good faith, business judgment, prudence, negligence, gross negligence, waste, and fairness. An important new development has been the emergence of intermediate standards of review”*²⁶⁹

11. A forma como os diferentes padrões de conduta e os padrões de revisão se articulam em diferentes cenários ainda não foi objeto de um exame minucioso e sistematizado no Brasil. Doutrina e jurisprudência avançaram, sobretudo, no exame do dever de diligência e da regra da decisão negocial (*business judgment rule*). Embora por vezes inadvertidamente considerados como intercambiáveis, o dever de diligência é padrão de conduta, que não se confunde com um padrão de revisão. A regra da decisão negocial, por sua vez, é um padrão de revisão²⁷⁰, que em nossa jurisprudência administrativa²⁷¹ protege decisões tomadas de modo informado, refletido e desinteressado.

12. Confundir o dever de diligência com a *business judgment rule* conduziria à conclusão de que uma decisão interessada não poderia ser considerada diligente, o que, a toda evidência, não corresponde à realidade, nem reflete o sistema da nossa lei. O

269 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/ir/vol62/iss3/1>.

270 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>.

271 PARGENDLER, Mariana. *Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro*. Revista dos Tribunais (São Paulo. Impresso), v. 953, p. 51-74, 2015.

administrador interessado que toma uma decisão negocial pode não estar protegido pela *business judgment rule*, fato que não lhe exime, de modo algum, de atuar de forma diligente e tampouco permite concluir, sozinho, pela falta de diligência.

A experiência norte-americana

13. Faço essa digressão para justificar um breve exame da jurisprudência norte-americana. A toda evidência, os processos instaurados pela CVM não são decididos com base no direito comparado, mas a experiência de outras jurisdições sempre foi e continua sendo uma importante fonte para o desenvolvimento de nossas regras e da nossa jurisprudência administrativa, especialmente em casos que analisam violações aos deveres fiduciários e que, conseqüentemente, requerem a definição dos comportamentos adequados à concretização de deveres enunciados, aqui e lá fora, de forma propositadamente vaga e dos padrões de revisão que podem ser utilizados pelo julgador²⁷².

14. Com relação aos padrões de revisão - mais especificamente, a possibilidade de utilização de critérios diferenciados de revisão para membros do mesmo órgão colegiado - a jurisprudência norte-americana não é totalmente apaziguada. De fato, e tomando como referência o Estado de Delaware, verifica-se, em certos julgados, a aplicação de padrões diferenciados para conselheiros²⁷³ e, em outros, a determinação de um critério único para revisão da atuação de todo o conselho a partir da avaliação da composição do órgão²⁷⁴⁻²⁷⁵. Esse segundo posicionamento, até onde sei, prevalece nos casos lá instaurados para apurar eventual violação dos deveres fiduciários em razão da fixação de remuneração.

15. Na jurisprudência de Delaware, as decisões dos administradores acerca de suas próprias remunerações são consideradas interessadas e, conseqüentemente, sujeitas a um escrutínio detalhado dos tribunais caso questionadas²⁷⁶. Em termos gerais, os

272 V. p. ex. PAS CVM nº RJ 2005/1443, j. em 10.5.2006, Dir. Rel. Pedro Marcilio de Sousa; PAS CVM nº RJ2007/4476, j. em 12.03.2008, Dir. Rel. Eli Loria (em especial o voto do Dir. Marcos Pinto); e PAS CVM nº RJ2008/9574, j. em 27.11.2012, Dir. Rel. Ana Dolores Novaes.

273 V. p. ex. a decisão da Suprema Corte de Delaware em *In Re Cornerstone § Therapeutics Inc, Stockholder Litigation* (2015).

274 Como destacado pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/4476, j. em 12 de março de 2008: "A jurisprudência norte-americana reconhece, nesse sentido, que o afastamento da presunção de aplicação da *business judgement rule* exige provas mais detalhadas e contundentes no caso de decisão tomada por maioria independente do que nas hipóteses de deliberações em que predominaram os votos de administradores não independentes. Cf., por exemplo: *Panter v. Marshall Field & Co.* 646 F.2d 271 7th Cir. (C.A.Ill. 1981); *Gries Sports Enterprises, Inc. v. Cleveland Browns Football Co., Inc.* 26 Ohio St.3d 15 (Ohio 1986); *Ivanhoe Partners v. Newmont Min. Corp.* 535 A.2d 1334 (Del. 1987); *NCR Corp. v. American Tel. and Tel. Co.* 761 F.Supp. 475 (S.D.Ohio 1991); *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* 651 A.2d 1361 (Del. 1995) e *In re Tyson Foods, Inc.* 919 A.2d 563 (Del. Ch. 2007)."

275 V. p. ex. LITTLE, Robert B.; ORIEN, Joseph A. *Determining the Likely Standard of Review in Delaware M&A Transactions*. Disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/28/determining-the-likely-standard-of-review-in-delaware-ma-transactions-2/>

276 No regime da Lei nº 6.404/1976, cabe aos acionistas aprovar a remuneração da administração (artigo 152). Na prática, contudo, os acionistas normalmente aprovam uma verba global, cuja divisão cabe aos próprios interessados (os administradores). A atuação dos administradores fixando sua própria remuneração, dentro dos limites dados pela assembleia geral, é claramente passível de conflitos, o que a meu ver torna interessantes as discussões travadas nos Estados Unidos.

tribunais daquele Estado não distinguem tais deliberações daquelas tomadas em outras matérias nas quais os administradores possuem um interesse pessoal. Em todas essas situações, analisa-se se a deliberação, em sua totalidade, foi justa (*fair*) para a companhia. Em termos práticos, o teste de justiça integral (*entire fairness*) se desdobra em duas avaliações, uma no tocante aos procedimentos adotados (*fair dealing*) e outra envolvendo um exame substancial das condições do negócio (*fair price*)²⁷⁷.

16. Por outro lado, os tribunais de Delaware admitem que os administradores adotem certos procedimentos e cautelas a fim de blindarem sua decisão. Tal qual em outras matérias passíveis de contaminação por interesses conflitantes, busca-se estimular a adoção de procedimentos que garantam a proteção dos interesses da sociedade, assegurando uma negociação real entre a sociedade e a parte relacionada interessada (no caso da remuneração, os administradores). Quando os procedimentos são considerados hígidos e suficientes, os tribunais, a princípio, se eximem de tecer considerações acerca do mérito da decisão tomada. Aplica-se, consequentemente, a *business judgment rule*²⁷⁸.

17. Na prática norte-americana, as companhias abertas usualmente adotam comitês de remuneração compostos por membros independentes²⁷⁹. Ademais, em razão da natureza colegiada e deliberativa do órgão, entende-se que a simples participação do conselheiro interessado na decisão colegiada acerca da sua remuneração não afasta a aplicação da regra da decisão negocial, que continua cabível desde que a maioria dos membros do conselho não tenha interesse na matéria. Nesse sentido, a decisão da Suprema Corte de Delaware em *Aronson v. Lewis* (1984), ao discorrer sobre os princípios que norteiam a aplicação da *business judgment rule*:

"First, its protections can only be claimed by disinterested directors whose conduct otherwise meets the tests of business judgment. From the standpoint of interest, this means that directors can neither appear on both sides of a transaction nor expect to derive any personal financial benefit from it in the sense of self-dealing, as opposed to a benefit which devolves upon the corporation or all stockholders generally. (...) Thus, if such director interest is present, and the transaction is not approved

277 Na clássica decisão da Suprema Corte de Delaware em *Weinberger v. UOP* (1983): *"The concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock. (...) However, the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness. However, in a non-fraudulent transaction we recognize that price may be the preponderant consideration outweighing other features of the merger. Here, we address the two basic aspects of fairness separately because we find reversible error as to both."* O conceito, naturalmente, evoluiu ao longo dos últimos 35 anos, mas o enunciado de *Weinberger* continua, em linhas gerais, válido.

278 Conforme explorado com mais detalhe a seguir, a jurisprudência norte-americana ressalva, ainda, que a *business judgment rule* não se aplica a decisões teratológicas (usualmente definidas como irracionais). V. itens 49 e ss. deste voto.

279 V. NYSE Listed Company Manual Section 303A.05 e NASDAQ Stock Market Listing Rule 5605(d)(2)(A).

*by a majority consisting of the disinterested directors, then the business judgment rule has no application whatever in determining demand futility*²⁸⁰ (sem grifos no original)

18. No mesmo sentido, a decisão da Chancery Court de 2014 no caso Lee v. Pincus:

*“[The plaintiff] has pled facts sufficient to rebut the business judgment standard of review because the [transaction] was not approved by a majority of disinterested and independent directors.”*²⁸¹

19. Destaco que os casos citados nos parágrafos anteriores encontram menção na mais recente decisão da Suprema Corte de Delaware acerca do assunto: in *Re Investors Bancorp, Inc. Stockholder Litigation*, de dezembro de 2017. Esse último caso, é importante destacar, discutiu o padrão de revisão aplicável a uma decisão interessada do conselho de administração na outorga, aos seus próprios membros, bem como a outros executivos, de opções de compra de ações. Mais especificamente, a Suprema Corte de Delaware decidiu em que situações a aprovação ou ratificação do plano de opções pela assembleia geral é suficiente para que tais decisões sejam revistas com base na *business judgment rule*²⁸².

20. Dessa forma, parece-me que a abordagem proposta pelo Relator é diversa daquela que prevalece em Delaware para casos similares, por pelo menos dois motivos. Primeiramente, por aplicar padrões diferenciados de revisão para conselheiros interessados e desinteressados, enquanto em Delaware a conduta de todos os conselheiros é analisada a partir de um mesmo critério, definido diante da avaliação de diversos elementos, tais quais a composição do órgão e a adoção de determinados procedimentos. Em segundo lugar, por propor solução mais rigorosa do que a dos tribunais de Delaware, que são conhecidos pela maior propensão a rever o mérito de decisões dos administradores²⁸³, mas que têm, a princípio, analisado decisões tomadas por um conselho composto por uma maioria desinteressada, como o presente, pela ótica da *business judgment rule*.

A experiência brasileira (1): as similitudes e diferenças entre este caso e os precedentes

280 473 A.2d 805 (1984). Sem grifos no original.

281 2014 WL 6066108 (Del. Ch. Nov. 14, 2014)

282 Essa discussão, é importante que se diga, ainda precisa ser resolvida no Brasil. Com efeito, em mais de uma oportunidade a CVM manifestou preocupação com os limites a serem observados quando da outorga, pela assembleia geral, de poderes a outro órgão da companhia para a gestão de plano de opção de compra de ações ou de outro plano de remuneração baseado em ações. Vide decisões do Colegiado da CVM nos Processos nº RJ2009/11977 e RJ2011/4494, analisados, respectivamente, nas reuniões de 10.08.2010 e 27.01.2012.

283 “U.S. (and specially Delaware) courts are much more willing than courts elsewhere to review conflicted transactions for fairness even when it requires second guessing the merit of business choices that were tainted by self-interest”. ENRIQUES, Luca; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana. “Related Party Transactions” in: KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMAN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach*. 3rd Ed. Oxford University Press, 2017, p. 164.

21. A experiência norte-americana, naturalmente, não define o direito pátrio. Contudo, a linha adotada pelo Relator diverge daquela adotada pelo Colegiado da CVM nas duas recentes oportunidades em que se apreciou a atuação do conselho de administração em questões referentes à fixação da remuneração dos seus membros, a saber, Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2011/5211, julgado em 1º de julho de 2015 (“Caso Altona”), e RJ2014/5099, julgado em 15 de março e 12 de abril de 2016 (“Caso WLM”). O Diretor Pablo Renteria foi relator do primeiro caso e redigiu o voto condutor no segundo no tocante à responsabilidade do conselho de administração.

22. Em ambos os precedentes, a conduta de todos os conselheiros foi analisada a partir dos mesmos critérios, em linha com a jurisprudência dessa casa (v. o já referido voto do Diretor Marcos Pinto no PAS CVM nº RJ2007/4476). No Caso Altona, havia uma particularidade que distinguia uma acusada dos demais conselheiros: o fato dela ser a beneficiária da remuneração questionada e, conseqüentemente, ter um interesse direto na matéria. Tal fato foi considerado pelo Colegiado na apreciação das condutas, tendo, ao final, se refletido na dosimetria das penas.

23. Não vejo razão para não seguirmos nesse caso a orientação dos precedentes, motivo pelo qual divirjo do Relator e proponho que as condutas de todos os acusados sejam analisadas a partir do mesmo padrão de revisão. Esse ponto, aliás, já havia sido debatido pelo Colegiado por ocasião do exame da proposta do Relator de nova definição jurídica dos fatos²⁸⁴. Naquele momento, prevaleceu o entendimento do Diretor Pablo Renteria, que assinalou, com propriedade, que “sendo o conselho de administração órgão colegiado, todos aqueles que concorreram para a formação da vontade coletiva devem, a princípio, responder, nos mesmos termos, pelas irregularidades eventualmente cometidas”.

24. Indo adiante, cumpre ressaltar que os interesses potencialmente conflitantes neste caso se colocam de forma muito menos aguda do que nos precedentes. No Caso Altona, o conselho de administração deliberava acerca da fixação da remuneração de sua presidente, a qual era, ademais, controladora da companhia. Assim, embora os demais administradores, que representavam a maioria do conselho, não tivessem interesse direto na matéria, é possível argumentar que eles estavam em uma posição, no mínimo, desconfortável para se opor à controladora majoritária, cuja participação lhe permitia, sozinha, destituir os eventuais dissidentes e eleger conselheiros que aceitassem os seus pleitos. Já no Caso WLM, os membros do conselho de administração foram acusados e condenados por terem proposto e fixado remunerações exorbitantes para eles próprios e para os diretores da companhia. Ou seja, todos os conselheiros eram interessados na matéria.

25. Neste caso, ao revés, temos uma companhia com capital razoavelmente disperso e

284 Deliberada nas reuniões do Colegiado realizadas em 25.10.2016 e 31.01.2017
Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11703 - Voto Vista - Página 10 de 30

com um conselho majoritariamente composto por membros independentes e desinteressados. Ou seja, as condições para que os conselheiros desinteressados atuassem no interesse da companhia e entabulassem uma efetiva negociação com os administradores interessados eram, indubitavelmente, maiores do que aquelas que existiam nos precedentes. Ademais, a farta documentação acerca do processo decisório indica que uma real negociação de fato ocorreu, o que fica evidente a partir do destacado na seção IV.2 do voto do Relator.

26. Além dessa importante distinção fática, cabe registrar que, nos precedentes, os administradores eram acusados de infringir tanto o artigo 152 quanto o artigo 154, enquanto no presente caso discute-se a responsabilidade apenas pela violação a este segundo dispositivo. No entanto, ao contrário dos aspectos factuais que distinguem este processo dos julgados anteriores, o fato da acusação ora em análise não fazer referência ao artigo 152 não resulta em um desvio significativo em relação à citada jurisprudência, visto que referido dispositivo, como se sabe, enuncia de forma propositadamente ampla os critérios que devem nortear a definição da remuneração dos administradores.

27. A meu ver, os parâmetros do artigo 152 da Lei nº 6.404/1976 não estabelecem um dever fiduciário autônomo para os administradores²⁸⁵, nem fixam um padrão próprio para revisão de decisões relativas à remuneração. Ao contrário, os critérios ali previstos devem ser aplicados de forma articulada com os deveres estabelecidos nos artigos 153, 154 e 155 da Lei Societária. Nessa perspectiva, o artigo 152 qualifica os deveres fiduciários enunciados nos dispositivos que o seguem, temperando-os para um contexto específico.

A experiência brasileira (2): o papel da CVM na revisão das decisões dos administradores relativas à remuneração, segundo os precedentes

28. Este entendimento está em linha com aquele consagrado nos julgamentos dos Casos Altona e WLM. Nos dois casos, a alegada infração era relacionada ao *quantum* remuneratório, que, de acordo com a acusação, seria excessivo e incompatível com o artigo 152 da Lei nº 6.404/1976, o que configuraria uma infração ao artigo 154 daquele mesmo diploma. Todavia, os principais conceitos fixados nos precedentes podem ser também empregados em outras questões relacionadas à remuneração, tais como decisões acerca da sua composição - por exemplo, na forma como a companhia irá se valer de remuneração fixa, remuneração variável ou remuneração baseada em ações.

29. Em ambos os precedentes, prevaleceu o entendimento de que não cabe à CVM emitir um juízo de adequação da remuneração paga aos administradores. No Caso

²⁸⁵ O que não significa dizer que em certos casos a acusação pode ser formulada unicamente com base no artigo 152 da Lei nº 6.404/1976. Um exemplo seria casos em que a acusação decorre do pagamento de uma remuneração aos administradores sem a aprovação da assembleia, usurpando, assim, a competência atribuída a tal órgão pelo citado dispositivo.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11703 - Voto Vista - Página 11 de 30

Altona, o Diretor Relator Pablo Renteria assinalou que “o disposto no art. 152 deve ser interpretado como norma destinada a disciplinar o processo decisório por meio do qual os valores das remunerações são estabelecidos. Ou seja, o mencionado preceito legal estabelece as balizas sobre as quais deve ser elaborada a justificativa para a definição dos valores de remuneração.” Por tal motivo, “cabe à CVM examinar tal justificativa a fim de verificar a sua aderência aos critérios legais e, em última instância, ao interesse social”.

30. No mesmo sentido, o Diretor Pablo Renteria destacou no caso WLM que “o art. 152 da Lei nº 6.404/1976 deve ser compreendido como norma de natureza procedimental, destinada a disciplinar o processo decisório a respeito da remuneração dos administradores de sociedades por ações. Nesse contexto, cabe à CVM examinar o referido processo decisório com vistas a verificar se ele foi conduzido tendo em conta os critérios estabelecidos no art. 152 e, em última instância, o interesse social.”

31. As razões para essa abordagem foram bem sintetizadas no voto então proferido pelo Diretor Relator no Caso Altona:

“16. Nesse ponto, creio importante fazer algumas considerações sobre o modo pelo qual a CVM deve verificar o cumprimento do disposto no art. 152 por parte dos membros do conselho de administração de companhias que definem a remuneração dos administradores, inclusive a sua própria. Entendo que não seria acertado a CVM verificar o cumprimento do mencionado dispositivo com base em uma avaliação própria - e independente daquela feita pela administração da companhia - acerca da aderência dos valores fixados aos critérios legais. Isto porque tais parâmetros são enunciados na forma de conceitos propositadamente abertos, como “competência” e “reputação profissional”, os quais, inegavelmente, conferem certa margem de apreciação aos administradores. Disso se segue que a decisão quanto à definição das verbas de remuneração envolve, necessariamente, a formulação de um julgamento e, sendo assim, não me parece correto que a CVM conclua pelo descumprimento do mencionado art. 152 apenas porque o seu julgamento não coincide com aquele da administração.

17. Além disso, estou convicto de que, na imensa maioria dos casos, a avaliação feita pela própria administração se revelaria muito mais sábia do que aquela eventualmente alcançada pelo órgão regulador. Afinal, os administradores se encontram em melhor posição para apreciar quais são as práticas de remuneração que convém adotar no interesse da companhia. São eles que possuem as informações necessárias a fim de decidir quais são as estruturas e os valores de remuneração que permitem recrutar e reter bons profissionais, bem como promover o saudável alinhamento de

32. Cabe assinalar que a abordagem mais cautelosa adotada pela CVM nos referidos precedentes não destoa da experiência predominante em outras jurisdições. Nesse sentido, vale transcrever a lição de Gower e Davies:

“The courts have been unwilling to scrutinise directors’ remuneration decisions on grounds of excess or waste, refusing even to prescribe that pay must be set by reference to market rates, provided the decision on remuneration is a genuine one and not an attempt, for example, to make distributions to shareholders/directors where there are no distributable profits. This is probably a wise decision on the part of the courts, which might otherwise find themselves saddles with developing a general policy about the remuneration of directors of large companies. (...)”

*In this situation of abstention from settling the substantive issue, attention focuses on procedure within the company for the setting of directors’ remuneration.”*²⁸⁶

33. É importante destacar, todavia, que o exame do processo decisório relativo à remuneração nos dois precedentes foi distinto daquele que usualmente é empregado nos casos instaurados para apurar violações ao dever de diligência e analisados sob a ótica da *business judgment rule*. Afinal de contas, o referido padrão de revisão protege decisões informadas, refletidas e desinteressadas²⁸⁷, e o artigo 152, especialmente quando combinado com o artigo 154, não pode ser construído como estabelecendo um critério funcionalmente equivalente à *business judgment rule*, adstrito a aspectos procedimentais, para decisões interessadas.

A experiência brasileira (3): o padrão de conduta e o padrão de revisão do artigo 154

34. Assim como nos precedentes, os administradores da HRT não foram acusados de violar o dever de diligência, que usualmente é analisado sob uma perspectiva meramente procedimental, mas de violar o artigo 154, *caput*, da Lei Societária, que determina que “o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa”.

35. O núcleo do artigo 154 exige que o administrador atue no interesse da companhia. Trata-se, portanto, de um poder-função. Os comandos constantes dos parágrafos são, de fato, concretizações dessa regra, formalizando o dever do administrador de atuar com independência em relação àqueles que o elegeram (§1º) e a proibição da prática

286 DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah; MICHELER, Eva. *Gower & Davies: Principles of Modern Company Law*. 9th Ed. Londres: Sweet and Maxwell, 2012, p. 401.

287 V. o já mencionado voto do Diretor Relator Pedro Marcilio no Processo Administrativo Sancionador.

de certos atos, listados no §2º, considerados aprioristicamente como potencialmente danosos, seja por serem contrários aos interesses da companhia, seja por macularem a independência do administrador.

36. Embora a CVM já tenha julgado diversas acusações de infração ao artigo 154, o conteúdo do referido padrão de conduta e o padrão de revisão a ele associado ainda não receberam a mesma sistematização do dever de diligência. Dentre as possíveis explicações para esse fato, pode-se destacar a justificada cautela do Colegiado em adotar abordagens excessivamente invasivas do mérito de decisões negociais, bem como o fato de a proibição de atuar em desvio de poder estar, em certa medida (inclusive na topografia da Lei Societária, reconhecida pela sua brilhante sistematização), colocada entre os dois deveres fiduciários classicamente estudados: o dever de diligência e o dever de lealdade.

37. As linhas que delimitam a abrangência de cada um desses deveres são, muitas vezes, pouco claras. Como bem assinala Luis Felipe Spinelli, os deveres enunciados na Seção IV do Capítulo XII da Lei nº 6.404/1976 são todos “extremamente próximos, com influência mútua - não há, portanto, separação clara”²⁸⁸. O artigo 154 é, por vezes, apresentado como uma das representações do dever de lealdade ao lado do artigo 155, enquanto outras abordagens destacam a acentuada interpenetração entre o dever de atuar no interesse da companhia e o dever de diligência do artigo 153. Nesse sentido, Flavia Parente indica tratem-se os comandos dos artigos 153 e 154 de deveres complementares²⁸⁹, que eram inclusive apresentados em conjunto na Lei Societária anterior.

38. De fato, pode-se dizer que o artigo 153 estabelece o modo pelo qual o administrador deve atuar (diligente) enquanto o artigo 154 enuncia a finalidade que deve nortear essa atuação (obtenção de lucro mediante exploração do objeto social, respeitadas as exigências do bem público e da função social da empresa). Nesse sentido, aliás, o professor José Alexandre Tavares Guerreiro destaca o caráter nitidamente finalístico do artigo 154²⁹⁰. No mesmo sentido, Luiz Antonio Sampaio Campos assinala que “o interesse social representa, portanto, a diretriz e o limite da discricionariedade atribuída aos administradores em relação à conduta da companhia”²⁹¹.

288 SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses Na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 96.

289 PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 148. No mesmo sentido, v. o voto da Diretora Norma Parente no Inquérito Administrativo CVM nº 04/99, j. em 17 de abril de 2002.

290 Vale transcrever trecho da lição do professor Guerreiro: “A lei impõe deveres específicos aos administradores, deveres esses que se entroncam na ampla proposição contida no artigo 153, segundo o qual o administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. A imposição de tais deveres, pela lei, apresenta conteúdo nitidamente finalístico, como se infere do art. 154, uma vez que a atividade dos administradores somente se legitima na medida em que se dirige à consecução dos fins sociais e no interesse da companhia, satisfeita, ainda, as exigências do bem público e da função social da empresa”. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”. In: *Revista de direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 42, 1981, pp. 73-74.

291 CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. “Órgãos Sociais”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.) *Op. Cit.*, p. 808.

39. A complementaridade entre os artigos 153 e 154 requer que se utilizem lentes distintas para apurar meras falhas de diligência e episódios de desvio de poder. Quando se avalia apenas diligência, o foco da discussão é o procedimento. Nesse sentido, as decisões da CVM que buscaram sistematizar a *business judgment rule* brasileira indicam que o referido teste não é aplicável a decisões interessadas, nem aos casos em que existem evidências de fraude ou de má-fé. Nota-se, portanto, que prévia ou concomitantemente à análise procedimental pode-se verificar se existem indícios dos problemas que previnem a aplicação da regra da decisão negocial.

40. Já o artigo 154 exige que o administrador adote não “apenas uma conduta formalmente de acordo com os preceitos da LSA, mas, sim, materialmente em linha com os seus preceitos”²⁹². Por tal motivo, o exame de desvio de poder não se esgota em uma análise acerca da independência e do interesse do administrador. Com efeito, para que o artigo 154 cumpra com a sua finalidade, a revisão em casos de suspeita de desvio requer um olhar diferente e uma consulta mais abrangente, que busque apurar se atos praticados pelos administradores, ainda que formalmente corretos, buscavam de fato atingir fins ilegais, contrários à ordem pública ou aos interesses da companhia²⁹³.

41. Essa abrangência deve, contudo, ser delimitada com temperança, sob pena de se transformar uma obrigação de meio em uma de resultado. O *caput* do artigo 154 não dá ao julgador um poder indiscriminado para rever as decisões dos administradores. Em especial, não autoriza sindicar se a decisão tomada era a “melhor” ou mesmo a “mais adequada” dentre as possíveis. O exame acerca do exercício desviado do poder-função atribuído aos administradores não constitui, destarte, um juízo de razoabilidade ou de adequação. O que se exige é um exame das justificativas apresentadas para aquela decisão e de eventuais indícios de que o administrador exerceu os poderes que lhe foram atribuídos em função para satisfazer interesses outros que não os da companhia.

42. “A noção de desvio de poder no âmbito societário advém daquela desenvolvida pelo direito administrativo”, assinala Flavia Parente²⁹⁴. É no direito administrativo, portanto, que início o exame sobre a forma como se poder aferir o desvio de poder no caso concreto.

43. Em seu trabalho sobre o tema, José Cretella Junior assinala, com base na lição de Waline, que quando o administrador usa os poderes de que dispõe para atingir fins escusos, normalmente tomará o cuidado de adotar as formalidades necessárias e apresentar um pretexto legal. Provar o desvio de poder requer, portanto, que se desmascare o artil²⁹⁵.

292 Idem, p. 816.

293 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III. 2ª Edição, Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 130.

294 PARENTE, Flávia. *Op. Cit.*, p. 138. V. ainda COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6a edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 315.

295 CRETELLA Jr., J. *Anulação do Ato Administrativo por Desvio de Poder*. São Paulo: Forense, 1978, p. 103 e p. 119.

44. É fácil perceber a importância que a prova indiciária (que não se confunde com indícios isolados) tem em casos que buscam apurar o desvio de poder, dado a natureza insidiosa do ilícito. Cretella Jr. assinala, contudo, que os indícios devem ser manejados com cautela, resguardando as medidas administrativas de “abusos que, a qualquer pretexto, poderiam verificar-se por parte dos administrados ou de terceiros interessados. Do contrário, todos os atos editados pelos agentes administrativos correriam o risco de serem impugnados por espírito de chicana política”²⁹⁶.

45. Com essa ressalva, Cretella Jr. destaca, a partir das experiências francesa e italiana, os principais sintomas (ou indícios) do desvio de poder no direito administrativo, dentre os quais destaco, como exemplos: (i) contradição do ato com atos posteriores ou anteriores; (ii) motivação exagerada, contraditória ou insuficiente; (iii) alteração dos fatos; (iv) ilogicidade manifesta; (v) disparidade de tratamento; e (vi) precipitação com que o ato foi editado²⁹⁷. Feitas as adaptações necessárias, parece-me que tais indícios podem também ser utilizados no âmbito do direito societário.

46. Voltando ao caso em tela, destaco não ter identificado nenhuma prova cabal de desvio de poder. Esse fato, naturalmente, não é suficiente para concluir pela inocência dos acusados ou mesmo pela impossibilidade de apenação, posto que os casos dessa natureza são frequentemente analisados com base em provas indiciárias.

47. Ademais, não encontrei no caso elementos que indicassem que a maioria do conselho tivesse interesse na matéria questionada ou que não tenha atuado de modo independente. Dos indícios que tipicamente embasam o exame do desvio de poder no direito administrativo, parece-me que a decisão questionada no caso em tela poderia ser revisitada, sobretudo, a fim de checar se há ilogicidade manifesta, que, segundo Cretella Jr., “é revelada pelo contraste insanável de várias partes da medida, como, por exemplo, entre os diversos incisos da motivação ou entre a motivação e o dispositivo”²⁹⁸.

48. O conceito não é, em essência, estranho ao direito societário. Os administradores das sociedades anônimas têm, dentro dos limites estabelecidos na lei e nos estatutos, discricionariedade para administrar a companhia e o mérito de suas decisões não deve ser revisto, desde que atuem com a diligência e a lealdade exigidas na lei.

49. O dever de diligência impõe aos administradores que se informem acerca dos assuntos que lhes são submetidos e dediquem tempo (dentro das possibilidades) para a tomada de decisões refletidas. Nesse cenário, embora se reconheça que o juízo de razoabilidade do administrador²⁹⁹ é, a princípio, insindicável, não se pode proteger

296 Idem, p. 104.

297 Idem, p. 108.

298 Idem, p. 112.

299 Vale ressaltar que o teste da justiça integral a que se refere o Diretor Relator é mais invasivo do que o teste de razoabilidade. Sobre o assunto, vale citar a lição de Clark: “A conventional statement of the chief judge-made limitation on executive compensation is that it must be based on services performed for the corporation and must be ‘reasonable’ in amount.

decisões irracionais³⁰⁰. Afinal de contas, não se pode conceber que um administrador qualificado, atuando de forma leal e diligente e tendo como norte os interesses da companhia, tome uma decisão teratológica. Cito, mais uma vez, Melvin Aron Eisenberg:

“Similarly, most courts have not limited the standard of review under the business-judgment rule to subjective good faith, but instead have employed a standard that involves some objective review of the quality of the decision, however limited. As William Quillen, formerly a leading Delaware judge, has stated: ‘[T]here can be no question that for years the courts have in fact reviewed directors’ business decisions to some extent from a quality of judgment point of view. Businessmen do not like it, but courts do it and are likely to continue to do it because directors are fiduciaries.’ Even courts that seem to use the term ‘good faith’ in relatively subjective way nevertheless almost always review the quality of decisions under the guise of a rule that the irrationality of a decision shows bad faith. Courts have adopted an objective element because a subjective-good-faith standard would depart too far from the general principles of law that apply to private individuals. Serious problems would arise if even an irrational business decision was protected solely because it was made in subjective good faith.”³⁰¹ (sem grifos no original)

50. Como bem anota Ricardo Costa, decisões irracionais são aquelas “incompreensíveis, absurdas, sem explicação coerente ou fundamento plausível”³⁰². No mesmo sentido, Allen, Jacobs e Strine, definem como irracional “aquela decisão tão descaradamente imprudente que chega ser inexplicável, no sentido de que nenhuma pessoa bem motivada e minimamente informada poderia tê-la tomado”³⁰³. É nítido, portanto, o paralelo entre o filtro de racionalidade desenvolvido na seara societária com

Put another way, the amount of compensation must bear a ‘reasonable’ relationship to the value of the services performed to the corporation. Since the fixing of the executive compensation often involves some element of at least de facto self-dealing, one may wonder why the courts do not simply deploy the fairness test used in the scrutiny of basic self-dealing. Does the difference in terminology has any significance? Yes, it marks a real difference in judicial practice. Executive compensation is scrutinized in a less exacting way than are other contracts with interested officers. (...) The relatively loose scrutiny of executive compensation under corporate law principles reflects the difficulty of constructing a set of controls that are both justified and meaningful.”

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 192 (sem grifos no original).

300 Que não se confunde com o exame de razoabilidade, como ressalta o então vice-chancellor Leo Strine em *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation*: “What is important and different about the Revlon standard is the intensity of judicial review that is applied to the directors’ conduct. Unlike the bare rationality standard applicable to garden-variety decisions subject to the business judgment rule, the Revlon standard contemplates a judicial examination of the reasonableness of the board’s decisionmaking process. Although linguistically not obvious, this reasonableness review is more searching than rationality review, and there is less tolerance for slack by the directors. Although the directors have a choice of means, they do not comply with their Revlon duties unless they undertake reasonable steps to get the best deal.”

301 EISENBERG, Melvin Aron. *Op. Cit.*, p. 442.

302 COSTA, Ricardo; DIAS, Gabriela Figueiredo. “Comentários ao Artigo 64”. In: ABREU, Jorge M. Coutinho de (Coord.). *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. 1. 2ª Edição. Coimbra: Editora Almedina, 2017, p. 782.

303 Tradução livre. No original: “That result flows from the definition of an irrational decision -one that is so blatantly imprudent that it is inexplicable, in the sense that no well-motivated and minimally informed person could have made it.” ALLEN, William T.; JACOBS, Jack B.; STRINE, Leo E. “Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of *Van Gorkom* and its Progeny as a Standard of Review Problem”. In: *Northwestern University Law Review*, Vol. 96, 2002, p. 452.

a ilogicidade manifesta a que se referem os administrativistas³⁰⁴.

51. A maior parte dos casos envolvem decisões que, indubitavelmente, passam pelo teste de racionalidade, que basicamente exige que as decisões possam ser justificadas de modo minimamente aceitável. Com efeito, uma possível explicação para o filtro de racionalidade ser pouco discutido decorre do fato de que esse, quando aplicado da forma correta, se traduz na fixação do sarrafo em um patamar que é facilmente transposto. Como assinala Eisenberg:

*“To see how exceptional a rationality standard is, we need only think about the judgments we make in everyday life. It is common to characterize a person’s conduct as imprudent or unreasonable, but it is very uncommon to characterize a person’s conduct as irrational. Unlike a subjective-good-faith standard, a rationality standard preserves a minimum and necessary degree of director and officer accountability. Further, a rationality standard allows courts to enjoin directors and officers from taking actions that would waste the corporation’s assets.”*³⁰⁵

52. Esse juízo de racionalidade (ou logicidade) é fundamental para permitir que a revisão do artigo 154 complemente de modo efetivo a do artigo 153, evitando que procedimentos vazios, instituídos apenas com o intuito de criar uma falsa aparência de governança, tenham sucesso em proteger administradores de má-fé. Nesse sentido, o então Diretor Otavio Yazbek ressaltou que “ao lado de uma proteção contra decisões tomadas sem a cautela necessária (v.g., de forma desinformada e sem reflexão), em infração ao art. 153, a lei acionária também estabeleceu, agora no art. 154, uma proteção contra decisões absolutamente irracionais do ponto de vista dos fins e do interesse social”³⁰⁶.

53. É claro que não se pode adotar uma postura excessivamente cética, que por medo de desvios negue aprioristicamente o valor aos procedimentos consagrados no direito societário, aqui e alhures. Assim, a fim de constatar o possível desvio de poder, deve-se analisar criticamente as justificativas apresentadas pelos administradores e verificar se existem provas indicando que o ato questionado de fato não foi praticado no interesse da companhia.

III. ANÁLISE DO SEVERANCE PACKAGE

Breves considerações acerca da decisão que aprovou o pacote de indenizações

304 “An obvious example of a decision that fails to satisfy the rationality standard is a decision that cannot be coherently explained”. EISENBERG, Melvin Aron. *Op. Cit.*, p. 443.

305 EISENBERG, Melvin Aron. *Op. Cit.*, p. 443.

306 Despacho de requalificação do Caso Altona, analisado em 01.11.2013.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11703 - Voto Vista - Página 20 de 30

54. Como ressaltei no início deste voto, estamos aqui analisando uma decisão colegial que, ao menos nos aspectos formais, é independente e desinteressada. Destaco, ademais, que não existe qualquer indício específico no caso que indique que as deliberações do conselho de administração acerca do Severance Package tenham buscado beneficiar seus membros (ou parte deles) ou terceiros que lhes exercessem influência.

55. De fato, a tese da acusação é baseada, sobretudo, em uma análise das cláusulas do pacote de indenizações e no correspondente processo de negociação. Dado que julgamos uma acusação de desvio de poder, parece-me que os aspectos substanciais devem ser considerados, ainda que com a devida parcimônia. Não nos cabe, como já ressaltado, examinar se o ato era o melhor ou o mais adequado, mas perquirir se existem provas do desvio.

56. A prova do desvio de poder no direito societário é assunto pouco discutido, razão pela qual partimos do direito administrativo. Examinando as características do caso, parece-me que o único dos sintomas denunciadores do desvio de poder usualmente reconhecidos na doutrina e que poderia, em tese, estar presente no caso é o da ilogicidade manifesta, que, como assinalai, guarda nítida correspondência com as discussões desenvolvidas no direito societário acerca da racionalidade das decisões - mais especificamente, quanto à impossibilidade de que decisões teratológicas, que não admitem uma explicação lógica, sejam protegidas pela abordagem procedimental que, via de regra, é o ponto de partida (e por vezes também de chegada) de casos que examinam violação aos deveres fiduciários.

57. Ressalto mais uma vez que a decisão atacada foi tomada por um colégio independente e desinteressado. O que farei, portanto, é analisar criticamente as justificativas apresentadas a fim de verificar se existem explicações coerentes, à luz do interesse social, para as decisões acerca do pacote de indenizações.

58. De plano, não vejo como considerar ilógica a decisão dos administradores de implementar um pacote de incentivos que buscasse preservar o capital intelectual da Companhia durante o período de instabilidade que essa passava. Da mesma forma, não se pode considerar irracional *per se* a adoção de modalidades de incentivos empregados por diversas outras companhias, no Brasil e no exterior. Tais comentários me parecem relevantes para delimitar a discussão, muito embora as principais críticas que embasam a acusação sejam, de fato, de outras naturezas.

59. Com efeito, mais do que atacar a legalidade em abstrato de pacotes de indenização como o aprovado pela HRT em 2013, a acusação questiona os termos e condições fixados pela Companhia no *Severance Package*. Em teoria, parece-me que o juízo de logicidade/racionalidade acima referido permite que se analise a decisão dos administradores nessa dimensão.

60. Sendo mais específico, pode-se, em certos casos, concluir ser ilógica ou irracional

a decisão de oferecer ao administrador uma forma de remuneração que é flagrantemente inapta a cumprir com os objetivos que declaradamente busca atingir. Por exemplo, um pacote de remuneração oferecido a um novo executivo que objetivasse criar incentivos de performance e alinhamento no longo prazo e que fosse composto por um pagamento bastante expressivo na contratação e por salários mensais fixos, dissociados de qualquer meta. Nessa dimensão da análise, não se discute a irracionalidade per se de determinada forma de remuneração, mas que deve haver uma explicação racional para cada remuneração à luz dos objetivos pretendidos. Afinal de contas, como se viu na passagem de Cretella acima transcrita, a ilogicidade pode ser depreendida a partir da contradição insanável entre a motivação e o dispositivo.

61. A acusação, em certos momentos, parece avançar nessa linha argumentativa, assinalando que o *Severance Package*, embora fosse declaradamente um plano de retenção de executivos, serviria, na prática, como um pacote de estímulos à demissão ou mesmo de entrincheiramento daquela administração. Penso, contudo, que esse argumento da acusação também não resiste a um exame isento dos fatos, uma vez que existem justificativas plausíveis e defensáveis para as decisões questionadas também nesse ponto.

62. Certos pacotes de indenização, como o aqui analisado, têm como propósito criar incentivos para que certos executivos não se afastassem da companhia (demitindo-se ou renunciando ao cargo, conforme o caso) em antecipação a um evento futuro que esses, por algum motivo, considerem indesejável ou desfavorável. O evento futuro não é, necessariamente, a demissão do beneficiário. Portanto, a retenção promovida pelo *Severance Package* não é necessariamente de longo prazo. Se o pressuposto do pacote é evitar que o beneficiário se demita em antecipação ao evento X, assegurando-lhe o direito a uma remuneração Y caso, no futuro, o evento X de fato ocorra, o fato de o beneficiário, na ocorrência do evento X, se retirar da sociedade e exigir o pagamento de Y não demonstra a insuficiência do incentivo.

63. Esse ponto é importante, pois a meu ver os objetivos do pacote de indenização não foram bem entendidos nesse processo. O *Severance Package* não buscava criar desincentivos para a substituição dos conselheiros pela assembleia geral, mas evitar que certos administradores se demitissem de seus cargos em antecipação a uma eventual mudança na distribuição de capital (com ingresso de um novo controlador, majoritário ou não) ou na composição do conselho. Os acusados justificaram esse objetivo alegando que os beneficiários do *Severance Package* eram profissionais relevantes para a campanha exploratória na Namíbia, considerada estratégica e que envolvia custos elevados - nesse sentido, as defesas trouxeram elementos indicando que os prejuízos que adviriam de uma paralisação curta já excederiam os custos que a Companhia incorreria caso todos os beneficiários do *Severance Package* acionassem os seus pacotes e exigissem as indenizações previstas em seus contratos.

64. Indo adiante, parece-me que pode haver casos em que condições específicas da

modalidade de remuneração sejam consideradas injustificadas. Foi justamente a conclusão do Colegiado no exame dos precedentes, onde se entendeu que não haveria justificativas para a fixação da remuneração em patamares substancialmente superiores aos praticados no mercado. Embora entenda que essa análise é possível e importante (desde que tomados os devidos cuidados, como bem ponderado pelo Diretor Pablo Renteria nos precedentes acima discutidos), não vejo como considerar ilógicos os gatilhos fixados para o *Severance Package* de alguns dos conselheiros.

65. Afinal de contas, o caso em análise envolve uma companhia de capital disperso que passava por um período de alta instabilidade, na qual dois administradores indicaram a intenção de sair do conselho caso a composição fosse alterada com a participação de membros externos. Ora, queria-se garantir, em antecipação, que eles permanecessem na Companhia enquanto não se confirmasse tal alteração. É importante ressaltar, ademais, que o conselho de administração da HRT já havia passado por uma mudança substancial em 2012, quando foram eleitos quatro conselheiros indicados por acionistas que não estavam alinhados com a administração. Quando se considera esse fato, pode-se notar que a eleição realizada em 29.04.2013 alterou de modo significativo a estrutura de poder do conselho de administração, tornando minoritário o grupo de conselheiros ligado à antiga administração.

66. Noto, ademais, que existem fartas evidências nos autos de que praticamente todos os aspectos do plano, desde a decisão de se aprovar um *golden parachute* para certos executivos até as características específicas do pacote de indenizações ao final aprovado foram, em alguma medida, validadas com terceiros, especializados e de reputação. Com efeito, a decisão de aprovar um *severance package* foi originalmente apresentada por acionistas relevantes, que não eram ligados aos administradores originais, e por assessores financeiros. A mesma ideia, posteriormente, veio a ser também levantada por um dos conselheiros independentes e desinteressados, que possuía experiência com o assunto em outra empresa.

67. Já no tocante às condições do pacote de indenizações, o conselho de administração buscou o auxílio de profissionais externos e especializados para confirmar a razoabilidade dos termos negociados. Dentre tais profissionais encontram-se tanto advogados externos quanto um consultor de recrutamento, que em sua análise concluiu que os tipos de gatilho e os valores propostos estavam em linha com as práticas de mercado. Não existe nenhum elemento nos autos que desabone o aconselhamento prestado ou que indique que os administradores não atuaram de boa-fé, ignorando sinais de alerta, razão pela qual esse aconselhamento também deve ser reconhecido como defesa.

68. É possível que as condições do *Severance Package* não possam ser consideradas como as melhores ou mais favoráveis para a Companhia, especialmente quando se analisa a decisão no retrovisor do tempo, conhecendo o resultado da AGO realizada naquele ano e as disputas que se intensificaram a partir de então. Porém, os elementos

dos autos não nos permitiriam realizar esse exame, que, ademais, não é aquele que a lei nos autoriza a fazer. Por se tratar de decisão desinteressada, não cabe sequer emitir um juízo de razoabilidade, muito embora os elementos trazidos pelas defesas indiquem, no meu sentir, que os termos dos contratos eram razoáveis. Certamente, contudo, não se pode considerar que a decisão de celebrar o Severance Package, nas condições ao final estipuladas, possa ser considerada como uma decisão irracional, que não tenha atentado para os objetivos da Companhia ou tenha buscado favorecer alguma pessoa em especial.

69. Por outro lado, reconheço que a acusação indicou a existência de sérias omissões no material fornecido para os acionistas quando da convocação da assembleia geral. A acusação, todavia, é de desvio de poder e os problemas apontados, embora muito graves, a meu ver não nos autorizam a concluir pela infração ao artigo 154 da Lei nº 6.404/1976. Por tal razão, parece-me impositiva a absolvição dos defendentes.

Questões quanto ao procedimento

70. Gostaria, por fim, de tecer algumas considerações acerca do processo de negociação do *Severance Package*.

71. No caso em tela, é importante repisar, analisamos uma decisão tomada por um conselho composto por uma maioria desinteressada, com a assessoria de um comitê de remuneração, composto exclusivamente por membros independentes. Ademais, há registros detalhados das reuniões em que o conselho analisou o assunto, os quais demonstram de forma clara que os conselheiros não atuaram de forma concertada. Ao contrário, em inúmeras passagens resta evidenciado que os conselheiros tinham visões divergentes acerca de diversos aspectos - e que tais divergências, por vezes, não decorriam apenas de uma tensão entre, de um lado, conselheiros desinteressados e, do outro, os beneficiados pela aprovação do *Severance Package*, refletindo, por vezes, dissensos inclusive entre conselheiros desinteressados.

72. Esse processo de discussão transcorreu por mais de dois meses, durante os quais o assunto foi bastante debatido, inclusive com o apoio de assessores externos. Embora os conselheiros interessados tenham participado das reuniões que tratavam de matéria do seu interesse, noto que os conselheiros desinteressados, quando entendiam necessário, suspendiam a reunião a fim de deliberar separadamente acerca da posição negocial da companhia. Não obstante, a participação dos conselheiros interessados na deliberação do conselho foi um fator enfatizado tanto pela área técnica quanto pelo Relator. Também nesse ponto minha posição diverge daquela adotada por ambos, razão pela qual gostaria de me deter um pouco nesse assunto.

73. Em reuniões realizadas em 25.10.2016 e 31.01.2017, o Colegiado analisou a proposta do Relator de nova definição jurídica dos fatos tratados neste processo. Naquela oportunidade, o Colegiado decidiu - a meu ver, acertadamente - que a Lei Societária

brasileira admite que os administradores votem, inclusive, na deliberação acerca de suas próprias remunerações individuais, desde que respeitado o valor global fixado em assembleia geral.

74. Naquela oportunidade, ainda, o Relator indicou que a eventual infração não decorreria da mera participação dos conselheiros nas reuniões do conselho que deliberaram sobre o *Severance Package*, mas sim das suas efetivas condutas. O Relator propôs, inclusive, que os conselheiros que ocupavam cargos executivos fossem acusados também com base no artigo 155, o que não foi aceito em razão do entendimento do restante do Colegiado de que a responsabilidade a eles imputada (infração ao artigo 154) seria a mesma atribuída aos demais conselheiros que aprovaram o aludido pacote de remuneração no âmbito do conselho.

75. No voto proferido no início dessa sessão de julgamento (17.01.2018), suspensão em razão do meu pedido de vista, o Relator manifestou o entendimento de que Marcio Mello e Wagner Peres teriam forçado a prevalência de sua posição, levando os demais conselheiros a abandonarem as suas posições iniciais para adotar uma solução conciliatória. Na visão do Relator, essa pressão teria configurado infração ao artigo 154 da Lei nº 6.404/1976.

76. Com a devida vênia, e pelos motivos que exporei a seguir, entendo que a posição do Relator nesse ponto não tem amparo em nosso regime legal e acarreta consequências de difícil aplicação prática. Indo além, tenho dúvidas se tal entendimento nos ajudaria a alcançar um resultado mais favorável à Companhia.

77. O administrador interessado que deixa de participar das decisões do colégio acerca da sua remuneração não se retira, de todo, do processo de negociação. Ao contrário, ele permanece presente do outro lado da mesa, pois continua sendo a contraparte da companhia³⁰⁷. De fato, mesmo na teoria formal o acionista ou administrador conflitado é impedido de participar do processo de formação da vontade social, mas não de interagir com ela na posição de contraparte.

78. Assim, resta claro que os administradores desinteressados deverão, ao fixar a remuneração de outro administrador, considerar as expectativas daquele colega. De nada adiantaria, por exemplo, decidir por uma remuneração que preserva ao máximo o caixa da companhia se o valor resultante fosse considerado inaceitável pelo administrador. A decisão, é claro, deve sempre se dar no melhor interesse da companhia, mas essa avaliação não pode ser feita em abstrato, desconsiderando as expectativas da contraparte. Nesse sentido, já se decidiu anteriormente que a decisão refletida é aquela que considera as “possíveis consequências” do ato³⁰⁸.

307 CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.) *Op. Cit.*, p. 843.

308 V. item 31, “ii”, do voto do Diretor Relator Pedro Marcilio no já mencionado Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/1443.

79. O caso em tela discute o processo de negociação e aprovação de um pacote de indenizações gestado para um grupo restrito de profissionais, liderados por Marcio e Wagner. A elaboração de um plano mais restritivo no rol de gatilhos ou menos favorável na estipulação das vantagens era, sem dúvida, juridicamente possível. Mas é evidente que a elaboração de um contrato que não fosse, ao final, considerado aceitável por Marcio Mello e Wagner Peres não atenderia, em realidade, o interesse da HRT de contratar com esses administradores visando evitar que esses se demitissem de suas funções em antecipação a uma possível alteração na estrutura de controle ou administrativa da Companhia.

80. Desse modo, o fato de Marcio Mello e Wagner Peres terem negociado de forma dura, buscando fazer prevalecer suas condições, não me parece autorizar a conclusão de que eles atuaram com desvio de poder. Em linhas gerais, a análise da documentação acostada aos autos me leva a concluir que o processo transcorreu de modo similar a outras negociações relevantes, especialmente aquelas realizadas em momentos de crise.

81. O voto do Relator, com a devida vênia, parece exigir que o administrador que participa das decisões acerca de sua remuneração amolde suas eventuais pretensões ao que lhe for ao final proposto pela companhia, ou desempenhe um duplo papel: nas reuniões da administração, deve se colocar como defensor ardoroso dos interesses da companhia; nas reuniões em que figurar como contraparte, pode expor seus pontos e entabular uma negociação efetiva. A primeira alternativa me parece negar eficácia à decisão do Colegiado que reconheceu que, no tocante à remuneração, o administrador conflitado pode tomar parte do processo decisório. Já a segunda alternativa parece, a meu ver, pressupor que os agentes adotarão comportamentos pouco críveis e que, ao final, sequer produziriam benefícios reais para a companhia.

82. Ao permitir que o administrador interessado participasse da deliberação acerca da sua remuneração, a Lei Societária certamente não pretendeu dispensá-lo de atuar em conformidade com os deveres fiduciários que lhe são impostos naquele mesmo diploma. Não obstante, não me parece razoável entender que os deveres fiduciários obrigam o administrador a sacrificar seus interesses pessoais ao negociar com a companhia o seu pacote de remuneração. Nesse sentido, vale trazer a lição de Vicenç Ribas Ferrer:

*“En todo caso, la exigencia de subordinar los intereses personales a los sociales no impide que el administrador procure mejorar las condiciones de su contrato, siempre que se sujete al deber de disclosure sobre las negociaciones de las condiciones contractuales.”*³⁰⁹

83. O dever de *disclosure* a que se refere Vicenç Ribas Ferrer é o dever de informar

309 FERRER, Vicenç Ribas. *El deber de lealtad del administrador de sociedades*. 1ª edição. Madrid: La Ley, 2010, pp. 546-547.

sobre a posição de conflito³¹⁰. Na Lei nº 6.404/1976, tal dever encontra-se formalizado na parte final do *caput* artigo 156, que requer que o administrador em situação de conflito consigne “a natureza e extensão do seu interesse”.

84. A decisão do Colegiado reconheceu a inaplicabilidade do artigo 156 uma vez que a Lei Societária permite aos conselheiros de administração votar sobre a remuneração individual de cada administrador, inclusive a deles próprios. Nada se disse, então, acerca dos deveres de divulgação previstos no caso, até porque, de modo geral, parece-me inconcebível que a administração³¹¹ não tenha informação completa acerca da remuneração ou das vantagens oferecidas a cada um, especialmente quando negocia a remuneração individual de determinado administrador. A corroborar o que disse, noto que os administradores são, inclusive, obrigados a divulgar essas informações à assembleia geral ordinária, caso o pedido seja formulado por acionistas representando participação igual ou superior a 5% (artigo 157, §1º).

85. Faço essa ressalva pois, ao compulsar os autos, identifiquei passagens que colocam dúvidas acerca da suficiência de informações disponibilizadas ao conselho de administração quanto aos acordos de não-competição celebrados pelos conselheiros interessados em setembro de 2012³¹². Essa possível violação, que ressalto não estar comprovada, não foi, contudo, analisada em profundidade pela SEP, que, consequentemente, não formulou nenhuma acusação a respeito.

86. Naturalmente, o julgamento não é o momento apropriado para inaugurar uma linha de investigação. Da mesma forma, ainda que houvesse elementos suficientes para comprovar a irregularidade aqui aventada, não poderíamos condenar com base em fatos distintos daqueles que constam da acusação, sobre os quais os acusados não foram chamados a se defender. Não obstante, considerando que os deveres dos administradores nas deliberações acerca da sua própria remuneração são um tema ainda pouco examinado na jurisprudência da casa, entendo relevante registrar a importância da transparência e, mais especificamente, a reprovabilidade em tese de condutas que visem enganar a administração.

87. De volta aos autos, a documentação acostada indica que o processo de negociação do *Severance Package* resultou em concessões de ambos os lados, podendo a solução ser de fato considerada conciliatória. Embora tenham defendido suas posições de modo bastante enérgico, Marcio Mello e Wagner Peres não prevaleceram em pontos relevantes. Por exemplo, (i) a indenização ao final definida para o contrato de Marcio Mello foi 25% inferior àquela por ele pleiteada (3x a remuneração anual ao invés de 4x); (ii) a versão final dos contratos incluía uma regra não prevista nas discussões originais e que liberava a HRT das obrigações de pagamento ali assumidas caso a

310 Idem, p. 564.

311 Em benefício da síntese, e dado não se tratar de assunto relevante para o deslinde do caso, deixo aqui de me aprofundar nas discussões sobre possíveis arranjos internos de governança, inclusive aqueles destinados a lidar com situações de conflito de interesse.

312. V. p. ex. fls. 1603-1633.

Companhia não detivesse um caixa mínimo, o que demonstra o cuidado dos administradores com a preservação da Companhia; e (iii) os acordos dos diretores passaram a incluir cláusulas de não competição e não solicitação.

88. Outro ponto relevante no qual, ao final, prevaleceu a solução intermediária foi na definição dos gatilhos, nomeadamente na hipótese de mudanças no conselho de administração. A posição do conselho de administração de excluir do rol de gatilhos a eventual substituição dos membros que, na avaliação do próprio conselho, não eram vitais para o negócio da Companhia é, a meu ver, indício da forma independente com que os demais membros do conselho reagiram às demandas de Marcio Mello e Wagner Peres.

89. Diante do exposto, entendo que a forma de atuação dos conselheiros interessados na negociação de seus pacotes de indenização, ao menos da forma trabalhada pela acusação, não configurou infração ao artigo 154 da Lei nº 6.404/1976.

IV. CONCLUSÃO

90. Antes de encerrar, gostaria mais uma vez de mencionar as graves deficiências informacionais no material disponibilizado aos acionistas em antecipação à assembleia geral que deliberou acerca do *Severance Package*. Embora subscreva integralmente as conclusões do Diretor Relator Gustavo Borba nesse ponto, gostaria de ressaltar que esse tipo de episódio fortalece em mim a percepção de que os significativos avanços promovidos pelas Instruções CVM nº 480/2009 e 481/2009 ainda precisam ser aprofundados e amadurecidos em muitos aspectos, inclusive em pontos relacionados à divulgação das remunerações.

91. Sem pretender aqui me estender em matéria estranha ao julgamento, tenho para mim que para que os acionistas possam de fato deliberar de modo informado acerca da remuneração dos administradores, parte das informações que lhes são disponibilizadas quando da convocação da assembleia geral deveria ser apresentada de forma e com conteúdo distintos daqueles que constam no Formulário de Referência. Este processo, é claro, não é o local adequado para tais discussões, mas entendo oportuno fazer esse breve registro.

92. Feita essa observação e diante de todo o exposto, voto pela absolvição de todos os acusados.

É como voto.

Rio de Janeiro, 31 de julho de 2018

Gustavo Machado Gonzalez
Diretor

24.4. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº TA-RJ2001/9686

Indiciados: Banque Sudameris

Espólio do senhor Remo Rinaldi Naddeo

Fundação Sudameris

Ementa: Inexistência de abuso do direito de voto, previsto no art. 115 da Lei nº 6.404/76, por parte dos acionistas Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo na eleição de membro do Conselho Fiscal em Assembleia Geral Ordinária do Banco Sudameris Brasil S/A., realizada em 06 de abril de 2001. Absoluções.

Inocorrência de irregularidades na permuta de ações realizada com os acionistas minoritários Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo. Absolução.

Não ocorrência de abuso de poder de controle, previsto no art. 117 da Lei nº 6.404/76, em especial na eleição do representante dos acionistas preferencialistas no Conselho Fiscal do Banco Sudameris Brasil S/A na Assembleia Geral Ordinária realizada em 06 de abril de 2001. Absolução.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, nos termos do disposto no artigo 11, da Lei nº 6.385/76, decidiu, por unanimidade de votos, absolver o Banque Sudameris, o Espólio do senhor Remo Rinaldi Naddeo e a Fundação Sudameris de todas as imputações que lhe foram feitas.

A CVM oferecerá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional de sua decisão de absolver os indiciados. Proferiram defesa oral o Dr. Nelson Eizirik, advogado do Banque Sudameris, e o Dr. Mário Simão Moreira Neto, advogado da Fundação Sudameris.

Ausente a Dra. Estela Lemos Monteiro Soares de Camargo, representante legal do Espólio de Remo Rinaldi Naddeo. Presente à sessão de julgamento o Dr. Adail Blanco, Procurador-federal da CVM.

Participaram do julgamento os Diretores Eli Loria, Luiz Antonio de Sampaio Campos, Wladimir Castelo Branco Castro e a Dra. Norma Jonssen Parente, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 12 de agosto de 2004

Luiz Antonio de Sampaio Campos
Diretor-Relator

NORMA JONSSSEN PARENTEE

Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ 2001/9686

Interessados: Banque Sudameris
Fundação Sudameris
Espólio de Remo Rinaldi Naddeo

Relator: Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos

Relatório

1. Em reunião do Colegiado realizada em 23/07/2002, foi acolhido o Termo de Acusação proposto pela Superintendência de Empresas – SEP, na forma do voto por mim proferido na qualidade de Diretor Relator, em face do Banque Sudameris (“Banque”), acionista controlador do Banco Sudameris Brasil S.A. (“Banco”), representado pelo Sr. Dante Tadeu de Santana na Assembleia Geral Ordinária do Banco realizada em 06/04/01, da Fundação Sudameris (“Fundação”) e do Espólio de Remo Rinaldi Naddeo (“Espólio”), em razão de ter sido deliberada a eleição de membros do Conselho Fiscal em suposta afronta aos dispositivos legais pertinentes.

2. No termo de acusação proposto, narra a SEP que o investidor Manuel Moreira Giesteira, quando ainda exercia o cargo de membro do Conselho Fiscal do Banco, eleito pelos acionistas preferencialistas, encaminhou reclamação requerendo “que essa Superintendência tome as providências que porventura entenda necessárias, com o fim de isentar este subscritor das responsabilidades previstas no art. 165 da Lei das Sociedades Anônimas”, uma vez que os órgãos da administração da companhia teriam posto à disposição dos membros do Conselho Fiscal os documentos necessários à análise das contas da administração relativas ao exercício findo em 31/12/00, com antecedência de apenas 3 dias da reunião do Conselho Fiscal que trataria do assunto, o que caracterizaria descumprimento do artigo 163 e parágrafos e teria resultado em que o reclamante ficasse impossibilitado de exercer as atribuições previstas na lei para os integrantes do Conselho Fiscal (Processo CVM nº RJ2001/2166).

3. Em 28/05/00, o Sr. Manoel Moreira Giesteira encaminhou nova correspondência à SEP, desta vez na qualidade de acionista do Banco, dando conta de que impetrara, junto com outros acionistas, ação contra o Banco visando a declarar nula a eleição de membro do conselho fiscal representante dos acionistas minoritários preferencialistas realizada na AGO de 06/04/01, por ter essa eleição se concretizado com votos proferidos pela Fundação e pelo Espólio, os quais teriam obtido os votos necessários unicamente em razão da existência de permuta de ações ordinárias por preferenciais entre estes acionistas e o controlador do Banco (Banque Sudameris) efetuada nas vésperas da AGO e fora do mercado (fls. 06/09).

4. Quanto à primeira reclamação, a SEP informou que a competência do exame de relatórios e procedimentos contábeis e de auditoria de instituições financeiras teria sido transferida ao Banco Central do Brasil, bem como entendia que não teria havido qualquer infração pelos órgãos de administração da companhia na prestação de informações e na entrega de documentos aos membros do Conselho Fiscal, inclusive porque não teria sido comprovado que os órgãos teriam recebido os documentos reclamados há mais de quinze dias da data em que foram postos à disposição.

5. No que se refere à eleição do Conselho Fiscal deliberada na AGO de 06/04/1996, no entanto, a SEP informou que haveria indícios de que o procedimento tomado seria irregular e que “esta Superintendência estará encaminhando correspondência ao BSB, na tentativa de sanar o indício de irregularidade identificada em termos administrativos” (fls. 109/110), o que foi feito nos termos do FAX/CVM/GEA-2/Nº 305/01 (fls. 108).

6. Em resposta de fls. 111/115, o Banco aduziu que não teria havido qualquer irregularidade na eleição dos membros do Conselho Fiscal para o exercício de 2001, destacando, ainda, que:

i. o Sr. Manoel Moreira Giesteira teria ajuizado ação judicial com vistas a alterar o resultado da eleição, tendo o Banco obtido efeito suspensivo contra decisão inicial que lhe fora desfavorável, decisão esta que seria irrecorrível até o julgamento final da ação, acarretando em que a própria eleição igualmente não possa ser alterada até então;

ii. o Banco Central do Brasil, a quem competiria tal atribuição, já teria homologado os nomes dos integrantes eleitos para o Conselho Fiscal;

iii. o Sr. Manoel Moreira Giesteira já tentara anteriormente impedir judicialmente a realização da AGO, sob o argumento de que, na qualidade de integrante do Conselho Fiscal, não teria recebido os documentos necessários ao exame das contas relativas ao exercício findo em 31/12/00; e

iv. o Sr. Manoel Moreira Giesteira viria adquirindo regularmente em bolsa de valores ações de emissão do Banco, o que seria contraditório com a postura de denunciante.

7. Diante da resposta do Banco, e entendendo estar caracterizada a irregularidade na eleição dos membros do Conselho Fiscal, a SEP apresentou o presente Termo de Acusação, mais adiante comentado.

8. Não obstante a decisão da SEP de dar prosseguimento à apuração dos fatos, o Sr. Manoel Moreira Giesteira interpôs recurso ao Colegiado, pois entendia que a CVM deveria determinar o “refazimento” de todos os procedimentos e atos ilegais que impediram o exame completo de todos os documentos contábeis e informações solicitados pelo recorrente referentes ao exercício de 2000. Tal recurso foi apreciado pelo Colegiado, tendo ficado consignado no voto do Diretor Relator Marcelo Trindade, seguido pelos demais membros, o seguinte:

“12. Acrescento que o pedido do recorrente, no sentido de que o Colegiado “determine o refazimento de todos os procedimentos e atos ilegais que impediram o exame completo de todos os documentos contábeis e informações solicitados pelo ora recorrente referente ao exercício de 2000” (fls. 437), não poderia de qualquer modo prosperar.

13. É que tal providência, segundo meu entendimento, não competiria à CVM, devendo esta autarquia, caso concluisse que administradores ou controladores de companhia aberta desrespeitaram a lei, aplicar-lhes as penalidades previstas no art. 11 desse último diploma. A eventual anulação de atos jurídicos, como é óbvio, somente pode ser reclamada por meio da competente ação judicial.” (Processo CVM nº RJ2001/2166)

9. No tocante à imputação feita, a SEP reprisa os seguintes fatos mencionados pelo Reclamante:

i. em duas eleições anteriores, os membros do Conselho Fiscal, representantes dos preferencialistas, foram eleitos com as abstenções do acionista controlador e dos acionistas a ele vinculados, Sata – Sociedade de Assessoria Técnica e Administrativa S/A e Fundação Sudameris;

ii. a escritura pública de ratificação da Age da Fundação Sudameris realizada em 23/09/98, demonstra e comprova a dependência econômica e direta entre ela, o Banque Sudameris e o Banco;

iii. a Fundação Sudameris possuía, até 01/02/01, o total de 1.823.853 ações preferenciais do Banco e passou, entre essa data e o dia 29/03/01, a possuir o total de 5.418.915 ações preferenciais, em função de uma permuta efetuada com o acionista controlador, fora de bolsa;

iv. o acionista Remo Rinaldi Naddeo (falecido em 02/10/00) possuía, até 01/02/01, o total de 1.035 ações preferenciais do Banco e passou, entre essa data e o dia 29/03/01, a possuir o total de 1.686.035 ações preferenciais, através do mesmo tipo de permuta com o acionista controlador;

v. a chapa concorrente com a do Sr. Manoel Moreira Giesteira foi eleita com 11,836% das ações preferenciais, correspondente ao total de 7.968.404 votos, tendo a Fundação participado com 5.490.915 votos e o Espólio com 1.686.035, perfazendo 91% do total; vi. excluídos esses dois acionistas, a chapa vencedora teria tido somente a votação de 791.954 ações preferenciais e, consequentemente, perdido para a chapa do Reclamante, que teve o total de 5.672.055 votos.

10. De acordo com a contestação do Banco à ação judicial pelo Sr. Manoel Moreira Giesteira ajuizada, cuja cópia consta dos autos:

i. o Sr. Manoel Moreira Giesteira viria exorbitando as funções de conselheiro fiscal, tentando causar prejuízos à companhia e obter benefícios particulares indevidos, o que teria motivado uma crescente insatisfação por parte de outros minoritários;

ii. organizando-se em torno de outro nome, tais minoritários teriam proposto ao controlador a permuta de ações ordinárias de sua propriedade por ações preferenciais do controlador, como legítimo objetivo de atingir proporção capaz de eleger representante no conselho Fiscal;

iii. a Fundação seria efetivamente acionista minoritário, pois possuiria patrimônio e administração próprias e independentes, não se podendo considerá-la subordinada administrativa ou econômico-financeiramente ao controlador;

iv. o fato de o Sr. Remo Rinaldi Naddeo ter exercido cargo de administração não implicaria em que seu espólio fosse subordinado ao controlador.

11. Com base nas informações constantes dos autos, a SEP chegou às seguintes conclusões:

“a) não nos parece que o reclamante tenha exorbitado de suas funções, porque esse tipo de avaliação das contas prestadas pela administração faz parte de suas atribuições legais e suas denúncias, apesar de detalhadas e volumosas, não apresentam qualquer tipo de generalização ou contradição em seus argumentos;

a. a justificativa de insatisfação dos acionistas, Fundação Sudameris e Espólio Remo Rinaldi Naddeo, com a atuação do acionista reclamante, para que se aproximassem do acionista controlador e permutassem ações, decididamente não convence especialmente quando são analisadas suas tipicidades (uma fundação e um espólio) e as ausências nas AGO's dos dois últimos exercício sociais, caracterizando omissão ou indiferença quanto aos destinos do Banco;

b. o fato desses sócios haverem permutado suas ações ordinárias com ações preferenciais do controlador, no curto período aproximado de 2 (dois) meses (01/02/2001 a 06/04/2001) antes da realização da AGO que deliberaria a elei-

ção do Conselho Fiscal, e se transformado nos principais agentes da derrota do acionista reclamante (91% dos votos) nessa eleição, lança fortes suspeitas sobre quem verdadeiramente tomou a iniciativa dessa permuta; c. os argumentos apresentados, relativos à inexistência de qualquer tipo de vinculação entre a Fundação Sudameris e o Espólio de Remo Rinaldi Naddeo com relação ao Banco Sudameris Brasil S/A, podem ser aceitos.” (sic)

1. À vista da manifestação da SEP, bem como àquela anterior do Colegiado, nos termos do voto do então Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade, entendi estarem caracterizados os indícios de materialidade e autoria necessários ao prosseguimento do feito, sendo necessário, contudo, que fossem efetuadas pequenas modificações no Termo de Acusação, notadamente no que diz respeito ao enquadramento das condutas.

2. Pelo acima exposto, votei pelo acolhimento do Termo de Acusação proposto pela SEP, sugerindo a alteração da imputação de responsabilidades das pessoas envolvidas na forma descrita abaixo:

a. Banque Sudameris, acionista controlador, para fins do art. 119 da Lei nº 6.404/76, representado pelo Sr. Dante Tadeu de Santana – brasileiro – CPF nº 403 818 038-72 – residente à Rua Benedito Luis Rodrigues nº 219, Nova Petrópolis, São Bernardo do Campo, SP – CEP: 09770-590 –, na AGO realizada em 06/04/01 (fls. 18), pela prática de abuso de poder, tipificado no artigo 117, § 1º, c, da lei nº 6404/76, ao agir de forma a interferir no procedimento de eleição do Conselho Fiscal e evitar que acionistas minoritários preferencialistas da companhia elessem o seu representante, o que acarretou em infração ao que dispõe o art. 161, § 4º, alínea a desta lei;

b. Fundação Sudameris, (Presidente: Sr. Eduardo Eterovick) – CGC nº 62.474.093/0001-43 – localizada na Av. Brigadeiro Luiz Antônio, 2020/12º andar, São Paulo, SP – CEP: 01318-002, por abuso do direito de voto, na forma prevista no artigo 115 da Lei nº 6404/76, em razão de ter proferido voto na AGO do Banco Sudameris Brasil S/A de 06/04/2001 com o fim de causar dano aos acionistas minoritários preferencialistas, que teriam direito a eleger membros do Conselho Fiscal, nos termos do dispõe o art. 161, § 4º, alínea a desta lei; e

c. Espólio de Remo Rinaldi Naddeo, representado por sua inventariante, a Sra. Sidonea Soares de Oliveira Nadeo – brasileira – CPF nº 938.645.158-15 – residente à Rua Comendador Elias Zarzur, 301 – Santo Amaro – SP – CEP: 04736-000, por abuso do direito de voto, na forma prevista no artigo 115 da Lei nº 6404/76, em razão de ter proferido voto na AGO do Banco Sudameris Brasil S/A de 06/04/2001 com o fim de causar dano aos acionistas minoritários preferencialistas, que teriam direito a eleger membros do Conselho Fiscal, nos termos do dispõe o art. 161, § 4º, alínea a desta lei.

1. Intimados para apresentar suas razões de defesa, os acusados assim o fizeram da forma melhor relatada abaixo.

Fundação Sudameris

2. A Fundação Sudameris apresentou seu recurso tempestivamente (fls. 355/379), alegando, resumidamente, que:

1. A Fundação possui autonomia jurídica, administrativa, financeira e econômica em relação ao Banco Sudameris, não podendo, sob nenhuma aspecto, ser considerada subordinada aos interesses do acionista controlador do Banco Sudameris, tanto que a Fundação votou contra a aprovação de proposta de conversão de ações preferenciais em ordinárias, mesmo tendo sido tal proposta apoiada pelo acionista controlador;
2. A vontade manifestada pela Fundação, inclusive na qualidade de acionista do Banco Sudameris, leva em consideração exclusivamente os interesses específicos dos funcionários do Banco, que não se confundem com os do acionista controlador;
3. A Fundação, ao proferir seu voto na Assembleia Geral Ordinária de 06 de abril de 2001, estava atuando como acionista minoritária, na defesa dos legítimos interesses dos funcionários do Banco Sudameris, e, nessa condição, tinha plena liberdade para votar na pessoa que entendesse mais capacitada para integrar o Conselho Fiscal do Banco Sudameris;
4. De permuta de ações com o acionista controlador constituiu negócio jurídico perfeito, plenamente válido e eficaz, e foi proposta ao controlador com o objetivo de viabilizar o legítimo interesse da Fundação de, como acionista minoritário, aglutinar ações que lhe permitissem exercer maior influência na eleição dos integrantes do Conselho Fiscal do Banco;
5. Não se encontra nos autos do presente Inquérito Administrativo nenhuma prova de que o acionista controlador teria determinado a realização de referida operação e, muito menos, que teria orientado o sentido do voto que deveria ser manifestado pela Fundação na AGO de 06 de abril de 2001;
6. Os argumentos mencionados no Termo de Acusação para embasar as “fortes suspeitas” alegadas pela SEP não justificam o entendimento de que teria sido o acionista controlador, e não a Fundação e o Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo, quem tomou a iniciativa de efetuar a permuta de ações;
7. O voto contrário da Fundação à proposta de conversão de ações preferenciais em ordinárias demonstra que a aludida permuta de ações foi efetivamente realizada com base em seu legítimo interesse de, na qualidade de acionista minoritária, influenciar na eleição dos Conselheiros Fiscais do Banco Sudameris; e
8. Conclui-se ser ilegítima a eventual imputação de qualquer penalidade à Fundação por suposta violação ao comando previsto no art. 115 da Lei n.º 6.404/76.

3. O Espólio de Remo Rinaldi Naddeo apresentou seu recurso tempestivamente (fls. 428/447), alegando, resumidamente, que:

1. A eventual condenação do Espólio por tal irregularidade somente seria possível caso fosse efetivamente comprovado que seus interesses, no que se refere à eleição dos membros do Conselho Fiscal, estavam vinculados aos do acionista controlador do Banco Sudameris Brasil;

2. Compete à CVM, como órgão acusador, o ônus de provar a existência do suposto vínculo que ligaria a participação do Espólio na mencionada eleição à vontade do acionista controlador;

3. Não existe nos autos nenhuma prova objetiva que demonstre a suposta vinculação entre o Espólio e o acionista controlador do Banco Sudameris e tampouco que comprove que este teria orientado o sentido do voto proferido pelo Espólio na AGO de 06 de abril de 2001;

4. O Termo de Acusação expressamente admite que haveriam apenas “fortes suspeitas” de que a permuta de ações entre o Espólio e a Fundação Sudameris e o acionista controlador teria sido realizada por iniciativa deste último;

5. Nenhuma das alegações apontadas pela SEP como “fortes suspeitas” é capaz de comprovar a acusação de que o voto proferido pelo Espólio na AGO de 06 de abril de 2001 teria sido influenciado pela vontade do acionista controlador, na medida em que: (i) a circunstância de o Defendente consistir em um espólio não autoriza o entendimento de que este não poderia atuar de forma ativa na preservação dos interesses dos herdeiros do Sr. Remo Rinaldi Naddeo; (ii) o fato de não ter comparecido a determinadas assembleias gerais não caracteriza indiferença do Sr. Remo Rinaldi Naddeo em relação aos destinos da companhia, e, ainda que isto fosse verdade, o mesmo não se poderia dizer dos seus herdeiros, que, após a abertura da sucessão, tomaram a iniciativa de realizar a permuta de ações justamente para que pudessem ter influência mais ativa “nos destinos do Banco”; (iii) a permuta de ações celebrada entre o Espólio e o acionista controlador do Banco Sudameris Brasil constituiu negócio jurídico perfeitamente lícito, válido e eficaz, cuja realização veio a atender ao legítimo interesse do Espólio de, na qualidade de acionista minoritário, influenciar na eleição de membro do Conselho Fiscal do Banco Sudameris; e (iv) como o objetivo de tal permuta foi justamente o de permitir que o grupo de minoritários integrado pelo Espólio tivesse condições de, na AGO subsequente, indicar um representante par o Conselho Fiscal do Banco Sudameris Brasil, é perfeitamente natural que ela tenha ocorrido em data relativamente próxima à realização da aludida AGO;

6. O fato de o Sr. Remo Rinaldi Naddeo ter exercido, no passado, o cargo de

Conselheiro de Administração de sociedade controlada pelo Banco Sudameris Brasil também não autoriza o entendimento de que a atuação do Espólio teria sido motivada pelos interesses do acionista controlador, especialmente considerando que, no caso presente, os herdeiros do Sr. Remo Rinaldi Naddeo, em nome de quem o Espólio atua, nunca exerceram qualquer cargo ou função no Banco Sudameris Brasil ou em suas empresas coligadas ou controladas;

7. Não havendo nos autos nenhuma prova objetiva de que a vontade manifestada pelo Espólio na AGO de 06 de abril de 2001 tivesse sido determinada pelo acionista controlador, há que se reconhecer que, ao votar na referida Assembléia Geral, o Espólio estava atuando em conformidade com seus legítimos interesses como acionista minoritário do Banco Sudameris Brasil, não se caracterizando qualquer abuso no exercício do direito de voto;

8. A participação do Espólio na AGO de 06 de abril de 2001 foi totalmente indiferente para o resultado da eleição do representante dos titulares de ações preferenciais no Conselho Fiscal, pois, ainda que ele tivesse se absterido de votar, a chapa formada pelos Srs. Manuel Moreira Giesteira e Paulo Fernando Martins Cardoso teria sido derrotada; e

9. Não existe relação de causalidade entre a atuação do Espólio e o dano supostamente sofrido pelo grupo de acionistas minoritários do Banco Sudameris Brasil liderado pelo Sr. Manuel Moreira Giesteira.

Banque Sudameris S.A.

4. O Banque Sudameris S.A. apresentou seu recurso tempestivamente (fls. 471/503), e, após tratar da conduta do Sr. Manuel Moreira Giesteira à frente do cargo de Conselheiro Fiscal do Banco Sudameris Brasil S.A., alegou resumidamente, que:

1. A permuta de ações entre o Banque Sudameris S.A. e os acionistas minoritários Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo não pode ser considerada abusiva, pois tanto o Banque Sudameris S.A. quanto os referidos acionistas minoritários possuíam interesses próprios e legítimos para realizar tal operação;

2. O ônus da prova, nos processos administrativos sancionadores, compete exclusivamente à CVM, que tem a obrigação de demonstrar objetivamente todos os fatos caracterizadores do ilícito e da responsabilidade do indiciado;

3. A própria SEP reconhece, em seu Termo de Acusação, que os autos do presente Inquérito Administrativo não contêm nenhum elemento que comprove, de forma concreta, que o Banque Sudameris S.A. teria influenciado a vontade manifestada pela Fundação Sudameris e pelo Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo na AGO de 06 de abril de 2001;

4. As circunstâncias apontadas pela SEP para justificar sua acusação são ab-

solutamente inconsistentes, não autorizando a presunção de que o Banque Sudameris S.A. teria determinado o sentido do voto proferido pela Fundação Sudameris e pelo Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo na eleição do representante dos preferencialistas no Conselho Fiscal do Banco Sudameris Brasil;

5. A Fundação Sudameris e o Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo não estão, de nenhuma forma, subordinados aos interesses do Sudameris Brasil ou do Banque Sudameris S.A., mas constituem autênticos acionistas minoritários, aptos a exercer todas as prerrogativas que a lei societária confere aos minoritários, inclusive votar na eleição do representante dos detentores de ações preferenciais no Conselho Fiscal;

6. Não houve violação ao disposto no art. 161, § 1º, alínea “a” da Lei n.º 6.404/76 na votação ocorrida na AGO de 06 de abril de 2001, pois, tendo sido demonstrada a legitimidade da permuta de ações e a autonomia, em relação ao Banque Sudameris S.A., dos acionistas Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo, estes tinham direito de participar da escolha do representante dos preferencialistas no Conselho Fiscal do Sudameris Brasil; e

7. Caso os acionistas minoritários Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo tivessem sido impedidos de participar da mencionada eleição é que teria sido violada a regra contida no art. 161 § 1º, alínea “a” da Lei das S.A., visto que tais acionistas minoritários estariam sendo provados do exercício de um direito que lhes é expressamente assegurado pela lei societária.

5. Finalmente, ainda no que se refere ao andamento da demanda judicial movida pelo Sr. Manoel Moreira Giesteira, cumpre salientar que em face da decisão de primeira instância, o BSB interpôs recurso de apelação, o qual foi distribuído para a 5ª Câmara de Direito Privado do TJSP (Processo nº 253.789.4/5.00), tendo como relator o Exmo. Desembargador Marcus Andrade, tendo sido negado provimento ao recurso interposto pelo Banco Sudameris Brasil por dois votos (Desembargadores Carlos Renato e Rodrigues de Carvalho, que alterou o seu voto inicialmente proferido) a um (Desembargador Marcus Andrade) em 11 de setembro de 2003.

6. Em 09.03.04, foi finalmente publicado o Acórdão da 5ª Câmara de Direito Privado do TJSP, que, por maioria de votos, negou provimento à apelação interposta pelo Banco Sudameris Brasil e, conseqüentemente, manteve a decisão de 1ª instância que havia declarado “ineficaz a eleição da chapa nº 2 e declarar eleita a chapa nº 1, na eleição do representante dos preferencialistas no banco-réu (realizada em 06.04.01)” bem como os “os atos dos réus (Srs. Paulo de Tarso Moreno Vieira e Oswaldo Sáúda) como membros do Conselheiro Fiscal”.

7. Em face de tal Acórdão, o BSB interpôs, em 15.03.04, embargos de declaração, os quais até a data da elaboração deste Relatório não tinham sido julgados.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 12 de agosto de 2004.

Luiz Antonio de Sampaio Campos
Diretor-Relator

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ 2001/9686

Interessados: Banque Sudameris
Fundação Sudameris
Espólio de Remo Rinaldi Naddeo

Relator: Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos

VOTO

1. O direito brasileiro adotou modelo de controle interno dos atos da administração, surgindo o Conselho Fiscal como órgão titular de direitos permanentes de fiscalização em relação aos atos praticados pelos administradores das companhias, ao menos a partir do Decreto-lei n.º 2.627/40³¹³.

2. Tendo em vista que a administração da companhia era formada por diretores eleitos pelo acionista controlador, era importante que fosse conferido à minoria – à época entendida como (i) um quinto do capital social e (ii) acionistas titulares de ações preferenciais – a garantia de eleger membros para o conselho fiscal das companhias, permitindo, assim representação minoritária neste órgão. Dizia o art. 125 do Decreto-lei 2.627/40:

“Art. 125. É assegurado aos acionistas dissidentes, que representarem um quinto ou mais do capital social, e aos titulares de ações preferenciais o direito de eleger, separadamente, um dos membros do conselho fiscal e o respectivo suplente.”

3. Em mesmo sentido, visando garantir o poder de fiscalização pelos credores, a Lei n.º 4.728/65 também facultou, no caso da companhia ter emitido debêntures com cláusula de correção monetária, à instituição financeira subscritora desses títulos ou encarregada de sua colocação, ter um membro no conselho fiscal, nos seguintes termos: “Art. 26. As sociedades por ações poderão emitir debêntures, ou obrigações ao portador ou nominativas endossáveis, com cláusula de correção monetária, desde que observadas as seguintes condições: (...) § 4º Será assegurado às instituições financeiras intermediárias no lançamento das debêntures a que se refere este artigo, enquanto obrigadas à sustenta-

313

Nesse sentido vide Waldirio Bulgarelli “Regime Jurídico do Conselho Fiscal das S/A”, Ed. Renovar, 1998, p. 55.

ção prevista na alínea d do § 2º, o direito de indicar um representante como membro do Conselho Fiscal da empresa emissora, até o final resgate de todas as obrigações emitidas.”

4. Com o advento da Lei n.º 6.404/76, o instituto do conselho fiscal sofreu modificações importantes, de forma a aumentar a proteção de acionistas dissidentes, bem como fomentar a fiscalização dos atos da administração. Vide art. 161:

“Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.

§ 1º O conselho fiscal será composto de, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) membros, e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela assembléia-geral.

§ 2º O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembléia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembléia-geral ordinária após a sua instalação.

§ 3º O pedido de funcionamento do conselho fiscal, ainda que a matéria não conste do anúncio de convocação, poderá ser formulado em qualquer assembleia-geral, que elegerá os seus membros.

§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas:

a. os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto;

b. ressalvado o disposto na alínea anterior, os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos da alínea a, mais um.

§ 5º Os membros do conselho fiscal e seus suplentes exercerão seus cargos até a primeira assembléia-geral ordinária que se realizar após a sua eleição, e poderão ser reeleitos.

§ 6º A função de membro do conselho fiscal é indelegável.»

5. A Lei n.º 6.404/76 veio a sedimentar o entendimento de que o conselho fiscal constituía-se em importante elemento de controle interno dos atos praticados pela administração da companhia e para a proteção dos acionistas não controladores. Nas pa-

lavrás dos autores do Projeto de Lei que resultou na Lei n.º 6.404/76, os Professores Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, “As modificações introduzidas pelo Projeto no Conselho Fiscal baseiam-se na experiência da aplicação do Decreto-lei n.º 2.627. (...) A experiência revela, todavia, a importância do órgão como instrumento de proteção de acionistas dissidentes, sempre que estes usam do seu direito de eleger em separado um dos membros do Conselho, e desde que as pessoas eleitas tenham os conhecimentos que lhes permitam utilizar com eficiência os meios, previstos na lei, para fiscalização dos órgãos da administração.”³¹⁴

6. Clara está, então, a importância da eleição de membros em separado, isto é, da intenção do legislador de garantir à minoria – representada por acionistas minoritários titulares de ações ordinárias e preferencialistas – o efetivo exercício da fiscalização dos atos praticados pela administração da companhia (art. 109 da Lei n.º 6.404/76).

7. A Comissão de Valores Mobiliários, pelo Parecer de Orientação CVM n.º 19/90, manifestou seu entendimento acerca da inteligência do art. 161, § 4º, aliena “a” da Lei n.º 6.404/76 e procurou assegurar a efetiva participação dos acionistas não controladores, nos seguintes termos:

“(…) 5. Foi objetivando tornar tal órgão verdadeiramente representativo que a lei facultou aos acionistas portadores de ações preferenciais eleger, separadamente, um representante e seu suplente, faculdade esta também existente para os acionistas minoritários portadores de ações com direito a voto.

6. Cumpre esclarecer que o citado dispositivo contempla todas as ações preferenciais, ou seja, não restringe tal direito às ações nominativas, endossáveis ou escriturais, não se aplicando à hipótese a regra contida no artigo 112 da Lei Societária. Isto se explica pelo fato de constituir o direito de eleger, em separado, um membro do Conselho Fiscal, uma forma específica para o exercício do poder de fiscalização, não exigindo a lei, neste caso, que as ações revistam a forma nominativa.

7. O artigo 112 está inserido no capítulo relativo ao direito de voto, voto este destinado à formação da vontade social. Já o disposto no § 4º do artigo 161 refere-se a uma deliberação especial, destinada a salvaguardar os interesses das minorias e dos preferencialistas. Trata-se, como se pode facilmente verificar, de situações distintas, sujeitas a tratamento diferente. Assim, enquanto no primeiro caso os titulares das ações devem ser necessariamente identificados, pois comporão o quórum para deliberação sobre matéria comum, no segundo caso torna-se desnecessária a conversão das ações ao portador em outras de forma votante, por tratar-se de uma votação visando exclusivamente a eleição de um membro e seu suplente ao Conselho Fiscal.

8. Ressalte-se, ainda, que para não se tornar meramente nominal o direito atribuído

por lei aos preferencialistas, deve-se entender que da votação em separado desses acionistas para a eleição de seu representante no Conselho Fiscal não poderão participar os acionistas controladores, ainda que portadores também de ações preferenciais. Tal participação, se admitida, redundaria em cerceamento efetivo do direito essencial de fiscalizar e em representação inequitativa dos interesses, não raramente contrários, que a lei buscou proteger.

9. Destaque-se, ademais, que a qualquer acionista, e em especial ao controlador, cumpre exercer o direito de voto no interesse da companhia, sendo qualificado de abusivo o voto exercido com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.”

8. Essa é a evolução legislativa relativa ao conselho fiscal, notadamente quanto à sua composição e forma de eleição de seus membros.

9. No caso presente, discute-se a eleição de membro do conselho fiscal, no assento reservado aos acionistas titulares de ações preferenciais e mais especificamente se os votos proferidos pelos acionistas Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo o foram em violação ao que dispõe a Lei n.º 6.404/76.

10. Para tanto, faz-se necessário, primeiramente, analisar, ainda que brevemente, (i) o conceito de acionista controlador; (ii) a relação entre aqueles acionistas minoritários e o acionista controlador Banque Sudameris S.A.; e, finalmente, (iii) a operação de permuta realizada.

11. À luz do princípio majoritário, que governa as sociedades anônimas, aos titulares de maior número de ações com direito a voto é assegurado a prevalência nas decisões assembleares, perfazendo, assim, a vontade social e vinculando a generalidade dos acionistas, mesmo os ausentes e dissidentes.

12. Na Lei n.º 6.404/76, talvez aquela que, universalmente, primeiramente tenha regulado o tema, o acionista controlador foi alçado à posição de órgão da companhia³¹⁵, titular de direitos, obrigações e responsabilidades, estando sua definição contida no *caput* do art. 116:

“Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a. é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

315 Nesse sentido vide “O Poder de Controle na Sociedade Anônima”, Fábio Konder Comparato, Ed. Forense, 3ªed., Rio de Janeiro, 1983, p. 107. “Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro”, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, Ed. Bushatsky, 1979, São Paulo, p. 293.

b. usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

8. Enfatize-se que, nos termos da lei, para que se caracterize o acionista controlador, é necessário que o acionista reúna essas condições acima apontadas, cumulativamente, notadamente: (i) que seja titular de direitos de sócio que lhe assegure, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral; (ii) detenha o poder de eleger a maioria dos administradores; mas só isso a princípio não basta, a lei exige, ainda, que o acionista controlador use esses direitos para dirigir as atividades sociais.

9. Esse é o entendimento dos autores do Projeto de Lei, Professores Lamy e Bulhões, citados acima, manifestado na Exposição de Motivos: “a caracterização do acionista controlador é definida no parágrafo único do artigo 116 e pressupõe, além da maioria de votos, o efetivo exercício do poder de controle para dirigir a companhia.”

10. A questão, todavia, torna-se mais complicada quando se está diante de situação, como a do presente caso, em que não se busca identificar o acionista controlador da companhia, mas sim analisar se outros acionistas são ou não pessoas a ele ligadas, ou melhor, se atuaram, principalmente por meio do exercício do direito de voto, representando o interesse daquele acionista.

11. Dito isto e constatada a ausência de participações societárias ou contratos capazes de configurar qualquer ligação entre o acionista controlador, o Banque Sudameris S.A., e os acionistas minoritários Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo, importa analisar, individualmente, a relação de fato de cada um desses acionistas minoritários com o acionista controlador do Banco Sudameris Brasil S.A., para ver se haveria algo que pudesse configurar que estes acionistas estariam ali para representar, de fato, os interesses do acionista controlador.

Fundação Sudameris

12. Da análise do estatuto social da Fundação Sudameris (fls. 397/401) pode-se verificar que se trata de entidade de direito privado, sem fins lucrativos, que, na forma de seu art. 2º, tem por finalidade (a) prestar assistência material, cultural, recreativa e desportiva aos funcionários do Banco Sudameris Brasil S/A e demais empresas do Conglomerado Sudameris; (b) promover e estreitar as relações de solidariedade e mútua compreensão, quer entre os funcionários das diversas empresas do Conglomerado Sudameris, quer entre estes e seus dirigentes; (c) trabalhar pela elevação do nível cultural de seus membros; (d) cooperar pelo bem-estar deles e das respectivas famílias.

13. Do ponto de vista organizacional-administrativo, na forma do art. 14 do mesmo estatuto social, a Fundação Sudameris é dirigida por um Conselho Administrativo, o qual, por sua vez, é constituído por 07 (sete) membros, sendo 05 (cinco) eleitos pela Assembleia Geral e 2 (dois) indicados pelo seu instituidor, o Banco Sudameris S/A.. Salvo para os membros indicados pelo instituidor, todos os demais deverão pertencer ao quadro de funcionários ou à administração do Banco Sudameris S/A ou das empresas do Conglomerado Sudameris há mais de 10 (dez) anos.

14. O art. 16 do estatuto social da Fundação Sudameris estabelece a competência do Conselho Administrativo. Diz a regra:

“Art. 16. Compete ao Conselho Administrativo: a) deliberar sobre as atividades e alocação de recursos da Fundação para consecução dos seus fins; b) estabelecer executar o plano de organização e o programa das atividades sociais; c) decidir sobre a aplicação e extinção de penalidades; d) elaborar instruções reguladoras do funcionamento dos serviços; e) admitir e eliminar membros contribuintes; f) propor à Assembleia Geral a concessão de títulos sociais honorários e beneméritos; g) criar, extinguir e modificar departamentos e comissões; h) organizar o quadro de funcionários da Fundação e respectivos vencimentos, ficando processos e requisitos para seu provimento e condições gerais de trabalho; i) excluindo; j) fixar, anualmente, as mensalidades dos membros constituintes; k) deliberar sobre a aplicação de recursos e saldos; l) apresentar à Assembleia Geral Ordinária o relatório anual e conta de sua gestão; m) exercer as demais atribuições de sua competência, previstas nos estatutos; n) decidir casos omissos.” (grifos nossos)

15. O processo deliberativo do Conselho Administrativo, por sua vez, dá-se nos termos do art. 17 do estatuto social da Fundação Sudameris, da seguinte forma:

“Art. 17. O Conselho Administrativo reunir-se-á, ordinariamente, uma vez por mês, e extraordinariamente, quando for necessário.

Parágrafo Primeiro – O Conselho Administrativo deliberará validamente com a presença mínima de quatro de seus membros e todas as deliberações serão tomadas por maioria absoluta de votos.

Parágrafo Segundo – No caso de divergência entre os Conselheiros, caberá ao Presidente o voto de qualidade, que poderá se aconselhar junto ao Diretor Superintendente do Banco Sudameris Brasil S/A.

Parágrafo Terceiro – Em caso de não comparecimento do mínimo estipulado, será feita nova convocação e as deliberações serão tomadas com qualquer número.”

16. Do exame da organização da administração da Fundação Sudameris pode-se con-

cluir que: (i) a maioria dos membros do Conselho Administrativo é eleita em assembleia geral pelos membros contribuintes (os membros contribuintes elegem 05 membros enquanto o instituidor indica apenas 02 - art. 14 c/c arts. 10 e 35 do estatuto social); (ii) o Conselho Administrativo delibera validamente com a presença mínima de 04 (quatro) membros – sendo portanto necessária a presença de, no mínimo, 02 (dois) dos membros eleitos pelos membros contribuintes -, sendo as deliberações tomadas por maioria absoluta de votos; e (iii) ao Conselho Administrativo compete, na forma do art. 16 do estatuto social, todas as decisões relativas à aplicação dos recursos da Fundação Sudameris, o que inclui, por óbvio, aquelas realizadas no mercado de valores mobiliários, tais como as ações de emissão do Banco Sudameris Brasil S.A.

17. No que se refere ao Conselho Fiscal da Fundação Sudameris, a situação em que os membros contribuintes - definidos no art. 5º, alínea “d” do estatuto social como “os funcionários e diretores estatutários do Banco Sudameris Brasil S/A e demais empresas do Conglomerado Sudameris, que contribuírem para a Fundação na forma que venha a ser estabelecida pelo Conselho Administrativo – elegem a maioria dos membros que compõem o órgão se repete, sendo nesse caso 02 (dois) membros por eles eleitos e apenas 01 (um) indicado pelo instituidor.

18. Clara está, portanto, a independência político administrativa da Fundação Sudameris em relação ao seu instituidor, o Banco Sudameris Brasil S/A, e, por maioria de razões, em relação ao acionista controlador daquele, o Banque Sudameris S.A. A presença de pessoas indicadas pelo instituidor, Banco Sudameris Brasil S/A é flagrantemente minoritária.

19. Entretanto, antes de se concluir pela inexistência de vínculo entre o acionista controlador Banque Sudameris S.A. e a Fundação Sudameris penso ser conveniente verificar ainda se há ou não relação de cunho econômico capaz de causar subordinação.

20. O artigo 5º, alínea “a”, do estatuto social da Fundação Sudameris determina que o Banco Sudameris Brasil S/A é seu membro instituidor, em tal capacidade, juntamente com outras sociedades do Grupo Sudameris, efetuou doações aos cofres da Fundação, atitude que goza, inclusive, de benefício fiscal para o doador. Veja-se o quadro abaixo que analisa as doações efetuadas pelo Grupo Sudameris no período entre 1998 e 2002 frente ao total arrecado das contribuições dos membros contribuintes:

ANO	Valor Doado pelo Grupo Sudameris (R\$)	Valor da Contribuição dos Funcionários (R\$)	ANO Valor Doado / Valor da Contribuição (%)
1998	360.000,00	2.097.031,90	17,16%
1999	360.000,00	2.639.580,26	13,64%
2000	360.000,00	3.564.695,36	10,09%
2001	380.000,00	4.077.157,28	9,32%
2002	200.000,00	3.273.813,44	6,10%
TOTAL	1.660.000,00	15.652.278,24	

21. Da análise do quadro acima e das fls. 402/411, pode-se verificar a pequena relevância das importâncias doadas pelo Grupo Sudameris à Fundação Sudameris frente às contribuições dos membros contribuintes (funcionários basicamente), bem como a crescente diminuição, ano a ano, da importância das somas doadas para o orçamento da Fundação Sudameris, se comparada à contribuição arrecadada.

22. A meu ver não se pode considerar que determinada entidade de previdência privada fechada seja considerada vinculada ao seu instituidor por razões econômicas quando estas razões montam, em média, apenas 10% do valor que é arrecadado com base nas contribuições dos funcionários, sendo certo que, ano a ano, no período compreendido entre 1998 e 2002, a importância das quantias doadas frente ao valor arrecado somente decresceu e, frise-se, vinha decrescendo substancialmente muito antes de haver qualquer discussão sobre a composição do conselho fiscal.

23. Admitir-se tal raciocínio de dependência levaria, em última análise, à conclusão de que toda e qualquer fundação estaria, por receber doações, ligada ao seu instituidor e, assim, sempre agiria não visando tutelar os interesses dos seus patrocinados, mas sim daquele ente instituidor, o que, a meu ver, não deve prosperar. Estar-se-ia tornando a fundação como uma acionista minoritária de segunda ordem, que ao mesmo tempo que não teria os benefícios do acionista controlador, porque não é integrante do grupo de controle, não poderia exercer os direitos que a lei garante ao acionista minoritário, avultando o de participar da votação para eleição de membro do conselho fiscal.

24. Evidencia-se, dessa forma, a independência também econômica da Fundação Sudameris, que, além de possuir patrimônio próprio, gere suas atividades sociais em parte financiada pela arrecadação de contribuições dos funcionários do Banco Sudameris Brasil S/A, e não custeada por doações do seu instituidor.

25. Mas a fundação tem direito. As ações dela têm valor. E ela tem todo o interesse em proteger os seus beneficiários e não o acionista controlador ou a administração.

26. Importa, ainda, notar que o fato da Fundação não ter aparentemente participado das assembleias, e em dado momento, ter começado a participar, advém de uma postura — diga-se de passagem — que era bastante comum nas fundações de uma forma geral, e não só com relação a seu instituidor, mas com relação a todos os investimentos das fundações. 27. E houve, de fato, e há ainda, um movimento, tanto por parte da CVM quanto por parte da Secretaria de Previdência Complementar, para incentivar que as fundações exerçam os seus poderes e direitos nas assembleias das companhias de que participam e que, dessa forma, elejam os seus administradores e conselheiros fiscais. Isso é uma política que tem sido incentivada — e a meu ver incentivada fortemente e com razão — tanto pela CVM quanto a SPC.

28. Nesse sentido dispõe a Instrução Normativa SPC n.º 39/02, a qual determina que as entidades fechadas de previdência complementar especifiquem os critérios utilizados para definição das companhias de cujas assembleias de acionistas participarão. E diz mais a mencionada Instrução Normativa: deveriam enviar relatório aos seus benefi-

ciários dizendo em quais compareceu e em quais não compareceu, por que deixou de comparecer, por que votou nesse sentido e por que deixou de votar. Principalmente na linha desse movimento de um bom governo societário, daquilo que numa tradução pobre, vem sendo chamado “ativismo acionário”. Então há um incentivo e uma movimentação grande por parte dos órgãos reguladores para incentivar a participação das fundações e não posturas que refletem esta linha de atuação não podem ou devem ser censuradas ou tidas por indicadoras de uma irregularidade. A passividade anterior é que talvez indicasse uma falta de diligência; jamais a participação.

29. A meu ver, em absoluto não se pode presumir que o interesse da Fundação — qualquer ela que seja — se confunde com o interesse do acionista controlador de sua instituidora. Isso porque, naturalmente, por trás da Fundação há uma enorme massa de beneficiários: os contribuintes dessa Fundação e seus beneficiários. Os contribuintes dessa Fundação muitas vezes — ou no mais das vezes — são empregados ou ex-empregados do instituidor. E presumir que a Fundação vai assistir passivamente o beneficiamento do acionista controlador em detrimento da companhia que é onde os seus empregados trabalham; que é onde estão os ativos que garantem o pagamento dos seus salários; que é onde a parcela relevante do investimento da Fundação está alocada, parece-me um contrassenso.

30. E, aliás, um contrassenso absoluto. Se tivesse na linha dos incentivos naturais, as probabilidades seriam de que um indicado pela Fundação zelaria para que a companhia se mantivesse da forma mais saudável possível (a companhia que a instituiu e que constitui parcela relevante do investimento da Fundação), porque quanto mais saudável fosse a companhia, em melhor situação estariam os beneficiários da Fundação. Isso me parece um ponto importante, quanto mais quando se procura incentivar o investimento de Fundações em valores mobiliários.

31. Note-se, ainda, que não há qualquer impedimento para que a Fundação invista em valores mobiliários do seu instituidor, havendo diversos exemplos, tais como a Fundação da Sadia e a Fundação do Banco do Brasil, a Previ - que é a maior delas e que tem participação relevante do Banco do Brasil e participa da eleição de membros do conselho de fiscal do Banco do Brasil.

32. Dessa forma, penso que seria algo equivocado se impedir que a Fundação, que tem o legítimo interesse, inclusive para aqueles que adotam a linha da teoria institucionalista da companhia, de proteger não apenas os seus acionistas, mas proteger ali aquela comunidade onde a companhia atua, aquele local, os fornecedores, os seus empregos.

33. Apesar de supérfluo e desnecessário para o meu convencimento, que já se dava pelas razões acima apontadas, indica a independência o fato de que a Fundação Sudameris, na Assembleia Especial de acionistas titulares de ações preferenciais realizada em 04 de março de 2002, na forma do art. 136, § 1º da Lei n.º 6.404/76, que tinha por ordem do dia deliberar acerca da conversão de todas as ações preferenciais em ordinárias, rejeitou a proposta apresentada pelo acionista controlador, manifestando seu

direito de voto em sentido contrário à aprovação da matéria.

34. Isto posto, analisada a organização político-administrativa da Fundação Sudameris, bem como sua relação econômica com o Grupo Sudameris, entendo que ela não pode ser considerada ligada ao acionista controlador do Banco Sudameris Brasil S/A, o Banque Sudameris, para efeito de impedir o seu direito de voto.

35. Vale ressaltar, por fim, que há fundações e fundações: cada fundação tem uma estrutura administrativa; cada fundação tem uma estrutura financeira. Penso que sempre se deva examinar, antes de se tirar conclusões generalizadas, caso a caso cada Fundação, a sua estrutura, sua organização política-administrativa, a forma de seu financiamento. Todos esses fatores me parecem muito relevantes para concluir se há ou não há uma subordinação, uma dependência.

Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo

36. A área técnica desta CVM entendeu, quando da apresentação de Termo de Acusação ao Colegiado em face dos indicados, que havia “fortes suspeitas” que o Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo tivesse agido representando os interesses do acionista controlador do Banco Sudameris Brasil S/A, o Banque Sudameris, uma vez (i) que se tratava de um espólio; (ii) que o Sr. Remo Rinaldi Naddeo havia sido Presidente do Conselho de Administração do Banco Sudameris de Investimentos S.A.; e (iii) consideradas as ausências nas AGO's dos dois últimos exercício sociais, caracterizando omissão ou indiferença quanto aos destinos do Banco Sudameris Brasil S/A.

37. Entendo, entretanto, que a posição de Presidente do Conselho de Administração do Banco Sudameris de Investimentos S.A., que ocupou o Sr. Remo Rinaldi Naddeo, não constitui, por si só, vínculo entre seu espólio e o Banque Sudameris.

38. Adicionalmente, não se pode concluir que o não comparecimento de determinado acionista às assembleias gerais da companhia comprove a omissão ou indiferença deste acionista quando aos destinos da companhia, bem como a renúncia aos seus direitos legalmente atribuídos. Acatar tal posicionamento acabaria por permitir a conclusão de que o acionista, uma vez omissor, não mais poderia ter interesse no destino da companhia, o que, ao meu ver, não faz sentido. De outro lado, o não comparecimento não indica necessariamente omissão, pois pode significar inclusive confiança e satisfação com a administração da companhia.

39. Naturalmente, o acionista pode sempre mudar de ideia. Prova disso é que examinando a vida das companhias não raro se verifica que acionistas que sempre votaram junto com o controlador passam a votar contra; acionistas que sempre compareciam deixam de comparecer; acionistas que nunca compareciam passam a comparecer. Tenho para mim que estes fatos são bastante frequentes nas companhias. Diferentemente do voto eleitoral, o voto nas companhias não é obrigatório.

40. Mas o fato é que o acionista, enquanto detiver tal qualidade, terá sempre o direito

de comparecer a assembleia e, nas hipóteses previstas em lei, manifestar seu direito de voto, independentemente de ter comparecido ou não às assembleias gerais anteriores, não podendo tal ausência ser elemento decisório na conclusão de que tal ou qual acionista não teria interesse no destino da companhia. Trata-se, aliás, de um direito essencial do acionista, nos termos do art. 109, o de fiscalizar.

41. Dessa forma, entendo que não há prova nos autos que demonstre vínculo entre o Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo e o Banque Sudameris capaz de contaminar o interesse representado no voto proferido pelo representante do espólio na AGO do Banco Sudameris Brasil S/A realizada no ano de 2001. Aliás, nem a acusação apresentou prova, mas ficou apenas nas “fortes suspeitas”, que certamente não autorizam condenação.

42. Evidentemente, o vínculo que havia, quando havia, era com o Sr. Remo e naturalmente se extinguiu quando ele deixou de ocupar o cargo de administrador e mais ainda com o seu falecimento. A partir daí o que pode haver é amizade, consideração, respeito, mas nada que o destitua da condição de acionista minoritário ou impeça que exerça os direitos e prerrogativas atribuídas aos acionistas minoritários.

43. É comum — e cada vez mais comum — que as companhias remunerem seus administradores com plano de opção de ações - previsto no art. 168 da Lei das S.A. - alinhando os interesses da administração com os interesses dos acionistas. E será cada vez mais comum que quando esses acionistas deixarem a companhia, continuarão como acionistas, e dali em diante, se não participarem do bloco de controle, serão acionistas minoritários, nada além de minoritários, porque não fazem parte nem do grupo de controle nem da administração e não têm nenhuma ligação jurídica ou econômica que lhes retire esta condição. A ligação que tiveram no passado, quando foram administradores, não é eterna, dissolve-se quando se encerra o exercício do cargo de administrador.

44. A propósito, esclareço que a situação do ex-administrador como minoritário serve tanto para uma situação quanto para outra. Há casos, inclusive, em que este divórcio da administração não é pacífico, nem tranquilo, e o ex-administrador sai bastante chateado, muito decepcionado, magoado mesmo com a companhia ou seu acionista controlador, e a partir daí torna-se um acionista mais passional e menos racional; as razões econômicas deixam de ter importância e aspectos sentimentais ganham relevância que não deveriam; passa a ser beligerante por razões pessoais; a ser um acionista muito agressivo.

45. Mas a situação do ex-administrador, amigo ou inimigo, será sempre igual, a princípio, a de acionista minoritário apto a exercer todos os direitos inerentes a esta sua condição de acionista minoritário, inclusive o de participar na composição de colégios eleitorais reservados a acionistas não controladores.

46. Ora, se isso vale para ex-administrador, por maioria de razões vale para seu espólio, onde, repito-se, o falecimento dissolveu todos os vínculos.

a. O EXAME DO CONCEITO NA INSTRUÇÃO CVM Nº 361

52. Apenas por descargo, porque a rigor seria juridicamente inaplicável a punição nessas bases, verifico que tomando emprestado conceitos já adotados pela CVM, nomeadamente na Instrução CVM n.º 361/02, em especial as definições trazidas em seu art. 3º, para “acionista controlador” e “pessoa vinculada”, ainda que para os fins previstos naquela instrução, melhor sorte não vejo.

"Art. 3º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

(...)

IV – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. (...)

VI – pessoa vinculada: a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse do acionista controlador, do ofertante ou do intermediário, conforme o caso. (...)

§ 2º Presume-se representando o mesmo interesse do acionista controlador, do ofertante ou do intermediário, conforme o caso, quem: a) o controle, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, seja por ele controlado ou esteja com ele submetido a controle comum; ou b) tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou da companhia objeto, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário da companhia objeto, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle.

§ 3º Para os efeitos desta Instrução, não se presume a companhia objeto como atuando no mesmo interesse do acionista controlador.'

53. A definição do inciso IV do art. 3º da Instrução CVM n.º 361/02 transcrito acima decorre diretamente da definição de acionista controlador prevista no *caput* do art. 116 da Lei n.º 6.404/76, conforme se vê sem dificuldades.

54. Já na definição de "pessoa vinculada", adotada no inciso VI acima transcrito, não há a necessidade de haver participação societária, podendo advir de um contrato ou de quaisquer relações de fato, sendo, portanto, mais difíceis de serem comprovadas.

55. Dessa forma, entendo que nestas hipóteses, a princípio, têm-se três situações possíveis, quais sejam: (i) relação de coligação; (ii) relações contratuais (principalmente

por meio de acordo de acionistas); e (iii) demais relações de fato que podem vir a causar a atuação de acionistas minoritários em representação aos interesses do acionista controlador.

56. Os dois primeiros casos são mais facilmente identificáveis. No primeiro, basta que haja participação de ao menos 10% no capital de outra sociedade, na forma do art. 243 da Lei n.º 6.404/76 e, seja verificado, caso a caso, se, por força da relação societária existente, há ou não vínculo entre a companhia investida e o respectivo acionista investidor.

57. Em mesma linha, na segunda hipótese, aquela em que por meio de relações contratuais validamente estabelecidas entre acionistas são criadas obrigações capazes de configurar vínculo entre o acionista controlador e outro acionista da companhia, a constatação é, em teoria, simples, uma vez que há um instrumento que regula as relações entre as partes, acionista controlador e demais acionistas.

58. Já na terceira e última hipótese, e exatamente a que ocorre no caso em análise, a matéria de fato é fundamental para ser configurada determinada relação entre acionista controlador e os demais acionistas da companhia, visto que não há participações societárias envolvidas, tampouco contratos celebrados e como visto não há provas neste sentido.

59. Daí que, em condição de normalidade, nada haveria que impedisse os acionistas em questão de atuar como legítimos acionistas minoritários que são e exercerem todos os direitos que lhes são atribuídos nesta qualidade, inclusive de participar das votações reservadas aos acionistas minoritários, tais como a eleição de membro de conselho fiscal no assento reservado aos minoritários titulares de ações preferenciais.

60. Diga-se, ainda, que, obviamente, a restrição ao direito deve sempre ser interpretada de maneira estrita, donde incabível que se amplie os conceitos legais para impedir que acionistas participem da votação para a eleição do conselho fiscal, no assento dos acionistas minoritários. Verificada esta qualidade, de acionista não controlador ou minoritário, válido é o voto. As restrições são as da lei e só aquelas, não cabendo ampliações do intérprete.

61. Resta, então, examinar se a operação de permuta alteraria esta conclusão.

A Operação de Permuta

62. Uma vez demonstrada a inexistência de ligação entre a Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo e o Banque Sudameris, acionista controlador do Banco Sudameris Brasil S/A, que pudesse afastá-los, *a priori*, do colégio eleitoral para eleição de membro de conselho fiscal reservado aos acionistas titulares de ações preferenciais, torna-se importante analisar a operação de permuta, para haver se alteraria o rumo deste processo. Penso que não.

63. Faz parte da vida da sociedade anônima que acionistas busquem se agrupar para aumentar o seu poder perante a companhia, o que pode culminar, conforme a prática

corrente nos mercados mais desenvolvidos, na tomada do controle acionário, os chamados *take overs*.

64. Na realidade brasileira, embora seja rara a união de acionistas para buscar a tomada ou alteração do controle acionário, dada a existência, quase que em regra, de controle pré-constituído, não é raro que os acionistas minoritários se agrupem para exercer direitos que isoladamente não possuiriam ou para aumentar o seu poder no seio da companhia. Tais práticas são ainda mais comuns para os casos onde quer a lei quer a regulação exijam percentual mínimo para o exercício de determinado direito, o que vale para cancelamento de registro; assembleia especial; eleição pelo voto múltiplo, eleição em separado para o conselho de administração, tanto para a vaga dos titulares de ações ordinárias, quanto para o assento dos titulares de ações preferenciais; eleição para o conselho fiscal; ação de exibição integral dos livros; lista de acionistas para efeito de pedido público de procuração e por aí vai.

65. Para ficar num exemplo corriqueiro da esfera da CVM, recorra-se ao caso de cancelamento de registro, onde, genericamente e para simplicidade de raciocínio, se exige a concordância de 2/3 dos acionistas minoritários titulares de ações ordinárias e preferenciais, para efeito de sucesso do cancelamento de registro e a rejeição por 1/3 desses mesmos acionistas para obstar o cancelamento de registro. Nestas situações, acionistas controladores – ofertantes para efeito do cancelamento de registro – e acionistas minoritários e controlador muitas vezes travam enorme batalha em busca de manifestações dos acionistas minoritários em seu favor. Isto é o acionista controlador busca convencer e angariar o maior número de concordância possível e o acionista minoritário que não concorda com a oferta procura agrupar o maior número de acionistas minoritários possível. Ambos estão na busca do convencimento dos acionistas minoritários para atingir os respectivos quóruns necessários, sendo o controlador em busca dos 2/3 de que necessita e o minoritário insatisfeito em busca do 1/3 que se lhe exige.

66. Ainda a título exemplificativo recorro a recente oferta pública voluntária feita por acionistas minoritários de Bardella, com o declarado interesse de adquirir maior poder político na companhia, mediante a compra de ações. Transcrevo alguns trechos que constaram do edital de oferta pública:

"1. RESUMO DOS TERMOS DESTES EDITAL

1. As Ofertantes são acionistas da Emissora, não integrantes de seu bloco de controle, detendo em conjunto 56.168 (cinquenta e seis mil, cento e sessenta e oito) ações ordinárias, 118.187 (cento e dezoito mil, cento e oitenta e sete) ações preferenciais, todas de emissão da Emissora, representativas de 9% (nove por cento) das ações ordinárias, 11,90% (onze vírgula noventa por cento) das ações preferenciais, 10,89% (dez vírgula oitenta e nove por cento) do capital social da Emissora."

2. Em virtude das disposições da Lei 6.404/76, especialmente no que se refere aos direitos políticos dos acionistas minoritários titulares de ações com

direito a voto, e ainda, tendo em vista a participação das Ofertantes no capital votante da Emissora, as Ofertantes resolveram formular a presente OPA visando a elevar sua participação no capital votante da Emissora, de forma a aumentar a representatividade de seus interesses em seus órgãos políticos.

(...)

1. RAZÕES E OBJETIVOS DA OPA

1. As Ofertantes são acionistas da Emissora, titulares de participação relevante em seu capital votante, mesmo não fazendo parte do bloco de controle, e resolveram formular a presente OPA visando a elevar sua participação no capital votante da Emissora, aumentando assim a representatividade de seus interesses nos órgãos políticos da Emissora.⁷

52. No mesmo sentido, não é por outra razão que a Instrução CVM nº 358 exige que os acionistas que adquiram participação relevante em companhia devem divulgar esta participação publicamente e que a cada acréscimo que represente, no mínimo, 5% devem fazer nova divulgação. Um dos motivos de tais exigências é a de informar ao mercado que há um grupo de acionistas que pode vir a exercer direitos importantes na companhia, inclusive do ponto de vista político; os demais acionistas da companhia, inclusive outros minoritários, com base nesta informação, podem adotar os procedimentos que entenderem convenientes, inclusive de adquirir maior participação para sobrepujar a do outro grupo.

53. E não se olvide o dispositivo constante do art. 126, parágrafo 2º, da Lei nº 6.404/76, que regula justamente o processo de solicitação pública de votos, mediante o pedido de procuração. Veja-se o mencionado artigo:

"Art. 126. As pessoas presentes à assembleia deverão provar a sua qualidade de acionista, observadas as seguintes normas:

I - os titulares de ações nominativas exibirão, se exigido, documento hábil de sua identidade;

II - os titulares de ações escriturais ou em custódia nos termos do art. 41, além do documento de identidade, exibirão, ou depositarão na companhia, se o estatuto o exigir, comprovante expedido pela instituição financeira depositária.

III - os titulares de ações ao portador exibirão os respectivos certificados ou documento de depósito nos termos do número II;

IV - os titulares de ações escriturais ou em custódia nos termos do art. 41, além do documento de identidade, exibirão, ou depositarão na companhia, se o estatuto o exigir, comprovante expedido pela instituição financeira depositária.

§ 1º O acionista pode ser representado na assembleia geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta o procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimentos representar os condôminos.

§ 2º O pedido de procuração, mediante correspondência, ou anúncio publicado, sem prejuízo da regulamentação que sobre o assunto vier a baixar a Comissão de Valores Mobiliários, deverá satisfazer aos seguintes requisitos:

- a. conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido;
- b. facultar ao acionista o exercício de voto contrário à decisão com indicação de outro procurador para o exercício desse voto;
- c. ser dirigido a todos os titulares de ações cujos endereços constem da companhia.

§ 3º É facultado a qualquer acionista, detentor de ações, com ou sem voto, que represente 0,5% (meio por cento), no mínimo, do capital social, solicitar relação de endereços dos acionistas, para os fins previstos no § 1º, obedecidos sempre os requisitos do parágrafo anterior.

§ 4º Têm a qualidade para comparecer à assembleia os representantes legais dos acionistas.

52. Assim, toda prática lícita que visa a se organizar, seja por meio da celebração de acordos de acionistas, seja pela aglutinação de votos visando a eleger determinada chapa de administradores, é perfeitamente válida e está em linha com o que dispõe nossa lei societária.

53. Daí porque já se disse, e com razão, que a assembleia geral da sociedade anônima, nada mais é do que uma reunião de sacos de dinheiro que votam, e que a comparação da assembléia acionária com a democracia é equivocada posto que na companhia se compra e se vende votos todos os dias nos pregões das bolsas de valores. O voto é negociado diariamente ao passo que eleitoralmente tal fato constitui crime.

54. A oferta pública de aquisição de controle, prevista no art. 257 da Lei das S.A. é, aliás, a prova rematada desse fato. Com efeito, o controle nada mais é do que o resultado do exercício do poder de voto, com as consequências previstas no art. 115 da Lei. Então, esta oferta pública do art. 257, é a oferta pública de compra de voto.

55. No presente caso o que ocorreu, ao meu ver, foi a concorrência entre dois segmentos, dois grupos, de acionistas preferencialistas - o primeiro liderado pelo Sr. Manoel Moreira Giesteira e o segundo pela Fundação Sudameris que, tendo o mesmo interesse na AGO de 2001 do Banco Sudameris Brasil S/A, qual seja, eleger um membro e respectivo suplente para o Conselho Fiscal - que competiram entre si na eleição que lhes era reservada para o Conselho Fiscal, restando vencido o primeiro segmento.

56. É fato que a operação de permuta de ações realizada entre, de um lado, a Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo, e, de outro, o Banque Sudameris, operação pela qual os acionistas minoritários entregaram ações ordinárias ao controlador em contrapartida ao recebimento de ações preferenciais, permitiu a estes acionistas minoritários que atingissem percentual de ações preferenciais que sobrelevassem o número de ações preferenciais detidas pelos acionistas que votaram no Sr. Manoel Giesteira.

57. Contudo, paralelamente à organização deste segmento de acionistas, o primeiro segmento liderado pelo Sr. Manoel Moreira Giesteira também se organizava, só que de outra forma, qual seja, adquirindo em bolsa de valores ações preferenciais de emissão do Banco Sudameris Brasil S/A (fls. 426) e procurando cooptar outros acionistas minoritários, também em busca de atingir uma quantidade de ações que lhe garantisse a prevalência no colégio eleitoral.

58. Isto é, ambos os segmentos de acionistas preferencialistas tinham o legítimo interesse de eleger um membro e respectivo suplente para o Conselho Fiscal do Banco Sudameris Brasil S/A. E, frise-se que tanto a Fundação Sudameris quanto o Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo apontaram expressamente em suas razões de defesa que era esse o objetivo de tal permuta de ações. Isso não foi negado, porque não haveria razão para negar ou esconder. A pretensão era legítima

59. Infelizmente, a lei só garante o lugar a um representante dos acionistas titulares de ações preferenciais e, obviamente, a presença de um significa a ausência de outro; esse é um fato da vida, decorre da lei e não cabe contra isso se rebelar; é uma situação dada. Daí que, como a lei só reserva assento a um acionista minoritário titular de ação preferencial o ingresso de um significa o afastamento do outro.

60. No que se refere ao fato de que a operação de permuta ocorreu apenas alguns meses antes da realização da referida AGO, entendo ser tal fato, assim como manifestado pelas partes, consistente com o interesse daqueles acionistas minoritários de alcançar votos suficientes para eleger seu representante para o assento dos preferencialistas no Conselho Fiscal, na forma do art. 161, § 4º, alínea “a”, na AGO que estava por vir. Não é diferente da prática de acionistas minoritários que até às vésperas da AGO adquirem ações no pregão ou fora dele para aumentar o seu poder.

61. Já no que se refere ao interesse do Banque Sudameris em realizar a operação de permuta, é alegado que o mesmo considerou a proposta dos acionistas minoritários Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo “vantajosa, pois, como controlador, lhe interessava aumentar a quantidade de ações ordinárias por ele detidas.” De outro lado, deter ações preferenciais não trazia qualquer vantagem ao acionista controlador, inclusive porque o parecer de orientação CVM nº 19 não lhe permitia valer-se destas ações para eleger membro do conselho fiscal. Eram ações então que não lhe conferiam qualquer valor adicional, notadamente político.

62. Por outro lado, poderia ser contraposto que (i) antes da operação de permuta, o

Banque Sudameris já detinha aproximadamente 92% das ações ordinárias de emissão do Banco Sudameris Brasil S/A; e (ii) considerando a relação de permuta acordada de 01 (uma) ação ordinária por 01 (uma) ação preferencial e, ainda, o valor bursátil de cada uma destas espécies, o Banque Sudameris teve prejuízo na operação – note-se que tanto a Fundação Sudameris quanto o Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo reconhecem, em suas razões de defesa, que a operação de permuta era para eles vantajosa tendo em vista o valor de bolsa das ações envolvidas na transação.

63. Significaria dizer, o acionista controlador Banque Sudameris, tendo o controle quase absoluto do Banco Sudameris S/A (92% das ações ordinárias), entendeu ser interessante realizar operação de permuta com acionistas minoritários mesmo tendo que arcar com suposto prejuízo decorrente da diferença do valor bursátil entre as ações ordinárias e as preferenciais objeto da permuta, tendo em contrapartida aumentado sua participação em ações ordinárias.

64. A simples afirmação de que o acionista controlador teve prejuízo na operação de permuta, não considera aspectos importantes, tais como a liquidez das ações ordinárias no mercado, o valor econômico das ações envolvidas, bem como a avaliação do acionista controlador se o valor de mercado daquelas ações refletia ou não aquele que era por ele atribuído, sendo, portanto, a meu ver, prematuro qualquer argumento nesse sentido.

65. Naturalmente que este eventual e alegado prejuízo seria exclusivamente contábil, pois que como em regra apenas o acionista controlador faz jus a 100% do prêmio de controle, quanto mais ações ordinárias detivesse melhor, pois aumentaria a quantidade de ações com direito ao prêmio de controle. Desnecessário recordar que historicamente o valor dessas operações de alienação de controle em regra tem superado, substancialmente, o valor da cotação das ações em bolsa. De outro lado, deter ações preferenciais do ponto de vista do acionista controlador não só não lhe traz benefícios políticos como também não traz econômico, dado que não é da tradição do acionista controlador ficar alienando suas ações em bolsa de valores ou especulando. Habitualmente, suas ações formam um bloco estratégico que são alienadas ao mesmo tempo e de uma só vez.

66. Por outro lado, em tese, para os acionistas minoritários ter ações preferenciais pode representar um negócio oportuno, não só pelos direitos políticos adicionais que obtiveram, mas também pelo fato de que estes acionistas de tempos em tempos podem se ver na situação de alienar as ações que detêm total ou parcialmente. Dado que as ações ordinárias não tinham nenhuma liquidez, uma vez que o acionista controlador detinha mais de 92% das ações ordinárias emitidas, seria mesmo pouco provável que houvesse interesse real por estas ações em condições normais de mercado, inclusive porque todo o bloco de ações ordinárias no mercado, mesmo que agrupado (8%), seria insuficiente para garantir os direitos políticos básicos destas ações, tais como eleição de um membro do conselho de administração, seja pelo voto múltiplo, seja pelo processo de eleição em separado que a reforma da pela Lei nº 10.303 veio a consagrar.

67. Vê-se, então, que há fundamentos tanto do ponto de vista político, como estratégico e econômico que justificam a operação de permuta realizada, não havendo nada que permita comprovar que esses interesses seriam ilegítimos.

68. Finalmente, um ponto que me parece capital é que a Lei nº 6.404/76 não traz qualquer gradação, prioridade ou qualificação a respeito de qual grupo de acionistas minoritários teria o direito de eleger o membro do conselho fiscal na vaga separada para os acionistas minoritários titulares de ações preferenciais. Para participar nesta votação basta que o acionista se enquadre nesta classificação, qual seja, a de acionista minoritário titular de ações preferenciais. Como visto, é exatamente o caso tanto da Fundação quanto do espólio. Por que razão os acionistas que se reuniram em torno do Sr. Manuel Giesteira seriam mais minoritários ou melhores minoritários do que os outros? Por que se os outros detinham mais votos não deveriam dessa vez prevalecer? A Lei das S.A., com toda razão, não distingue entre o minoritário belicoso e o minoritário afável; não privilegia o minoritário beligerante em detrimento do minoritário pacífico ou satisfeito e vice-versa; não estabelece que o minoritário insatisfeito com a administração da companhia deve prevalecer, mesmo que tenha menos votos, contra o minoritário que acredita na administração da companhia.

69. E a lei faz muito bem, porque não seria prudente que se incentivasse a desarmonia no seio da companhia, pois que nessa situação terminaria que o acionista minoritário, por cautela, ao invés de incentivar a administração, terminaria por se abster ou votar sempre contra como forma de preservar o seu direito de futuramente ser considerado um minoritário de maior grandeza.

70. E aqui há um ponto importantíssimo: é essencial que haja fiscalização, e a Lei das S.A. tem diversos mecanismos de fiscalização, mas ela não incentiva de forma nenhuma uma atuação beligerante a não ser que haja razão para isso. O que se quer, o ideal, seria na linha de que houvesse a harmonia entre os acionistas da companhia, porque a companhia precisa justamente de calma, tranquilidade para ela poder prosseguir com maior probabilidade de sucesso.

71. Então, é muito prudente que a lei assim não faça; e me parece também que, de forma nenhuma, a CVM ou o regulador ou quem quer que seja deva intuir ou indicar ou tomar partido, no sentido de que um acionista minoritário beligerante pode ter uma situação mais privilegiada do que o acionista pacífico, o acionista que acha que a companhia está sendo bem administrada, que está satisfeito com a administração da companhia.

72. Enfim, não há prova nos autos, e este processo, é bom que se diga, tem natureza disciplinar (onde a prova é essencial) no sentido de que o acionista controlador tenha interferido na eleição ou indicação do representante dos preferencialistas no Conselho Fiscal do Banco Sudameris Brasil S/A. O único fato que há é a permuta, mas que, como se disse, encontra razões legítimas e plausíveis de parte a parte. Além disso, da mesma forma que o grupo do Sr. Giesteira vinha comprando dia após dia mais votos (*rectius*

ações) nas bolsas de valores, o outro grupo adquiriu também ações (votos), em uma operação legal, válida e eficaz.

73. E vou além para dizer que mesmo que o controlador tivesse incentivado outros minoritários a comparecer na assembleia para participar da eleição do conselho fiscal não haveria igualmente ilegalidade. Não seria ilegal que o controlador incentivasse que outros acionistas minoritários que eventualmente apoiassem a sua gestão participassem da assembleia e buscassem sobrepujar outros grupos na assembleia, que dele divergissem. Isso na sociedade anônima é natural. Quem acompanha a dinâmica das assembleias das companhias abertas vê diversas situações, na qual o grupo que prevaleceu numa assembleia para eleger conselheiro fiscal não prevalece na seguinte. E a prova maior é que na última assembleia, já de 2004, o grupo do Sr. Manoel Giesteira obteve a maioria dos votos, muitas vezes por conta de votos que foram adquiridos, seja através de aquisição de ações, seja através da reunião de novos acionistas em seu grupo. É a dinâmica assemblear funcionando.

74. Finalmente, afirmo que a operação de permuta era existente, válida e eficaz, e a não ser que venha a ser desconstituída, não se pode negar-lhe os seus efeitos jurídicos plenos.

Conclusão

Diante do acima exposto entendo que, no presente caso, não houve abuso do direito de voto por parte dos acionistas Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldo Naddeo na eleição de membro do Conselho Fiscal em Assembleia Geral Ordinária do Banco Sudameris Brasil S/A realizada em 06 de abril de 2001, previsto no art. 115 da Lei n.º 6.404/76, motivo pelo qual proponho a absolvição destes indiciados de todas as imputações que lhes foram feitas.

Igualmente, proponho a absolvição do Banque Sudameris, acionista controlador do Banco Sudameris Brasil S/A, de todas as imputações que lhe foram feitas, por entender válida a permuta de ações realizada com os acionistas minoritários Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo, e por não ter restado comprovado nos autos abuso de poder de controle, previsto no art. 117 da Lei n.º 6.404/76, em especial na eleição do representante dos acionistas preferencialistas no Conselho Fiscal do Banco Sudameris Brasil S/A na Assembleia Geral Ordinária realizada em 06 de abril de 2001.

É como voto.

Rio de Janeiro, 12 de agosto de 2004.

Luiz Antonio de Sampaio Campos
Diretor Relator

Declaração de voto do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, na
Sessão de Julgamento de 12/08/2004.

Acompanho o voto do Diretor-relator.

Wladimir Castelo Branco Castro
Diretor

Declaração de voto do Diretor Eli Loria na Sessão de Julgamento de 12/08/2004.

Senhora Presidente, senhor Diretor-relator, em primeiro lugar, eu gostaria de agradecer o voto do nosso Diretor-relator, que abrilhantou ainda mais com os seus diversos parênteses. Muito esclarecedor.

Vou acompanhá-lo por realmente não vislumbrar qualquer vínculo de subordinação da Fundação Sudameris e do Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo ao controlador do Banco Sudameris.

Friso, como já destacado no voto, que essa é uma análise caso a caso e acompanho, em sua totalidade, o voto do Diretor-relator.

Eli Loria
Diretor

Declaração de voto da Diretora Norma Jonssen Parente na
Sessão de Julgamento de 12/08/2004.

Eu também acompanho o voto do Diretor-relator e declaro, como resultado do julgamento, que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, absolve o Banque Sudameris, a Fundação Sudameris e o espólio do Senhor Remo Rinaldi Naddeo de todas as imputações que lhe foram feitas.

Declaro ainda que, de acordo com a legislação vigente, a CVM interporá ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional recurso de ofício das absolvições proferidas.

Norma Jonssen Parente
Presidente da Sessão de Julgamento

24.5. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/10677

Acusada: União Federal

Ementa: Suposto exercício abusivo do poder de controle por parte da União Federal. Absolvição.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu:

1. PRELIMINARMENTE, afastar a arguição da defesa de que não estariam presentes os requisitos necessários para a configuração de condutas omissiva e abusiva de poder do acionista controlador.

2. Ainda em fase preliminar, destacar que, como a SEP excluiu do seu Termo de Acusação a imputação originalmente feita à União de infração ao art. 238 da Lei nº 6.404/76, não cabe ao Colegiado a apreciação e o respectivo julgamento de acusação que não mais consta da peça acusatória.

3. No mérito, ABSOLVER a União Federal da acusação de abuso de poder, em suposta infração ao disposto no art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76.

Com a entrada em vigor do Decreto nº 8.652/2016, a decisão absolutória transita em julgado na 1ª Instância, sem a interposição de recurso de ofício por parte da CVM.

Proferiu defesa oral o Procurador da Fazenda Nacional, Alexandre Cairo, representante da União Federal.

Presente a Procuradora-federal Milla Aguiar, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Henrique Balduino Machado Moreira, Relator, Pablo W. Renteria e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

O Diretor Gustavo Tavares Borba declarou-se impedido de participar da Sessão de Julgamento.

Rio de Janeiro, 07 de fevereiro de 2017.

Henrique Balduino Machado Moreira
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2015/10677

Acusada: União Federal

Assunto: Apurar a responsabilidade da União Federal, na qualidade de acionista controladora da Petróleo Brasileiro S.A., por infração ao artigo 116, parágrafo único, da Lei 6.404/76.

Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira.

RELATÓRIO

I. DO OBJETO

1. Trata-se de Termo de Acusação, elaborado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP em face da União Federal, na qualidade de acionista controladora da Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobras”), por impor à companhia custos de subsidiar a geração de energia elétrica, por meio da omissão diante da reiterada inadimplência da Amazonas Distribuidora de Energia S.A. (“Amazonas Energia”) e da posterior novação da dívida resultante dessa inadimplência, em termos desvantajosos para a Petrobras, em dezembro de 2014.

II. DOS FATOS

2. Em 01.06.2006, a Petrobras celebrou os seguintes contratos de compra e venda de gás (“Contratos”)³¹⁶:

(i) Contrato Upstream (celebrado entre o fornecedor de gás e a distribuidora de gás) com a Companhia de Gás do Amazonas (“Cigás”), sociedade de economia mista concessionária exclusivamente responsável pela distribuição de gás no Estado do Amazonas, conforme art. 25, §2º, da Constituição Federal³¹⁷. Neste contrato, figuraram como intervenientes a Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (“Eletrobras”) e sua subsidiária integral, Amazonas Energia; e

³¹⁶ Informações prestadas pelo DRI da Petrobras às fls. 57/62 e também extraídas do “Instrumento Particular de Confissão de Dívida” às fls. 20/24

³¹⁷ “Art. 25. Os Estados organizam-se e regem-se pelas Constituições e leis que adotarem, observados os princípios desta Constituição. (...) §2º - Cabe aos Estados explorar diretamente, ou mediante concessão, os serviços locais de gás canalizado, na forma da lei, vedada a edição de medida provisória para a sua regulamentação”

(ii) Contrato Downstream (celebrado entre a distribuidora de gás e seus clientes) com a Amazonas Energia, por meio do qual a Cigás revende a esta última o gás fornecido pela Petrobras, para fins de geração termelétrica. Neste contrato, a Petrobras e a Eletrobras figuraram como intervenientes, sendo esta última fiadora e devedora solidária das obrigações contraídas pela Amazonas Energia.

3. De acordo com os Contratos, uma vez caracterizado o inadimplemento da Amazonas Energia com a Cigás, os créditos desta última contra a Amazonas Energia seriam cedidos em favor da Petrobras. Nesse contexto, dado o inadimplemento, a partir de janeiro de 2011, da Amazonas Energia com a Cigás, a Petrobras passou a ser a detentora dos referidos créditos, garantidos pela Eletrobras³¹⁸.

4. Segundo apurado, a Amazonas Energia não possuía recursos para adimplir suas obrigações com a Petrobras por dois motivos principais: (i) os Fundos Setoriais³¹⁹ não realizaram integralmente as devidas transferências que seriam direcionadas ao financiamento de geração de energia elétrica nos denominados Sistemas Isolados, localizados em sua maior parte na região Norte do país; e (ii) a Eletrobras não se dispôs a investir recursos, na sua subsidiária integral, que fossem suficientes para compensar a indisponibilidade orçamentária dos Fundos Setoriais³²⁰.

5. Em 31.12.2014, a Petrobras e a Amazonas Energia celebraram “Instrumento Particular de Confissão de Dívida” (“Instrumento de Confissão de Dívida”), no qual esta última reconheceu dever à Petrobras a quantia de R\$3,26 bilhões, em valores atualizados até 05.12.2014³²¹, referentes ao fornecimento de gás entre fevereiro de 2013 e novembro de 2014 (fls. 20/25).

6. Nos termos do Instrumento de Confissão de Dívida, na qual a Eletrobras figurou como Interveniente-Anuente, a Amazonas Energia comprometeu-se a liquidar a dívida junto à Petrobras em 120 prestações mensais e consecutivas (vencendo a primeira em 20.2.2015), atualizadas pela taxa de juros equivalente à taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia para títulos federais – SELIC, sendo ainda estabelecido que a União prestaria “garantia fidejussória irrevogável e irretratável”. Tal garantia, contudo, era vinculada à contragarantia que deveria ser outorgada à União pela Eletrobras e pela Amazonas Energia até 15.2.2015, caso contrário, passaria a Eletrobras à condição de fiadora e devedora solidária da dívida (cláusulas segunda e quarta).

7. Entretanto, a referida garantia a ser prestada pela União não foi efetivada, nos termos relatados na Carta Presidência 005/2015, de 14.1.2015, referente à “Dívida do Sistema Eletrobras com o Sistema Petrobras”, enviada pela Petrobras ao Ministro Chefe da Casa Civil, com cópia para os Ministros de Estado da Fazenda e de Minas e Energia,

318 Fls. 58.

319 A Amazonas Energia vale-se dos subsídios provenientes dos Fundos Setoriais para arcar com os custos de aquisição de gás natural para geração de energia que distribui nos termos da Lei nº 12.111, de 2009. A existência dessa dívida é reconhecida pela Portaria Interministerial nº 652, de 2014, dos Ministérios da Fazenda e das Minas e Energia.

320 Na nota explicativa nº 15.5 das demonstrações financeiras de 31.12.2014, a administração da Eletrobras reconhece que a Amazonas Energia é dependente do seu suporte financeiro.

321 A dívida originária era R\$2,94 bilhões (fls. 20v).

da qual se destaca o que se segue (fls. 90/92):

“Em 31/12/2014, a Petrobras e a BR, enquanto credoras, celebraram os CCDs [Contratos de Confissão de Dívida] com as empresas do Sistema Eletrobras, com garantia da União, por meio do qual foi equacionada a dívida do Sistema Eletrobras com o Sistema Petrobras, acumulada até 05/12/2014, no âmbito das dívidas supracitadas.

(...)

Parte da garantia da União (...) está condicionada à efetivação da contragarantia da Eletrobras (penhor de ações detidas pela Eletrobras em favor da União) (...)

Caso a contragarantia da Eletrobras não seja efetivada até 15 de fevereiro de 2015, a Eletrobras passará a ser garantidora do CCD no lugar da União, além de devedora solidária. Adicionalmente, em que pese o CCD e as garantias com a União já terem sido assinados por todas as partes (Petrobras, BR, Sistema Eletrobras e STN) em 31 de dezembro de 2014, até o momento as vias das garantias que devem ficar na posse do sistema Petrobras não foram entregues pela União, sob alegação que na data da celebração dos instrumentos contratuais a Petrobras se encontrava inscrita no Cadastro Informativo de créditos não quitados do setor público federal – CADIN (...) Não obstante o reconhecimento pelo Sistema Eletrobras da dívida em aberto junto a Petrobras até 05 de dezembro de 2014, e o reconhecimento da dívida em aberto junto a BR até 30 de novembro de 2014, via celebração do CCDs, as empresas do Sistema Eletrobras continuam não efetuando o devido pagamento pelos fornecimentos realizados pela Petrobras após 05 de dezembro de 2014, e pela BR após 30 de novembro de 2014. (...)

Quanto à estratégia de monetização do CCD, vale registrar que o então Secretário do Tesouro Nacional propôs ao Banco Nacional do Desenvolvimento Nacional (“BNDES”) que adquirisse a garantia pelo valor de face, sendo que, para tanto, a União deveria fazer um aporte no BNDES no valor garantido (...)

Todavia, diante da alteração na equipe do Ministério da Fazenda, ocorrida em janeiro de 2015, há incertezas acerca da manutenção da estratégia acima, o que impactará fortemente os planos da Petrobras de monetizar os recursos garantidos pela União e deixará de contribuir para o fortalecimento do caixa da Petrobras em 2015.

Em face do exposto, vimos por meio desta dar ciência dos fatos a V.Ex^a. e

solicitar seu apoio no sentido de implementar os termos já acordados entre as partes, conforme explicitado na presente.”.

8. Diante disso, segundo informação prestada pelo DRI da Petrobras à fl. 60, em 03.3.2015 foi realizada reunião com representantes do Tesouro Nacional, do Ministério de Minas e Energia, da Petrobras, da Eletrobras e da Amazonas Energia, onde ficou acordado que, em substituição à garantia da União, seria celebrado “Contrato de Penhor em Garantia” por meio do qual seriam penhorados em favor da Petrobras os créditos detidos pela Amazonas Energia junto à Conta de Desenvolvimento Energético (“CDE”)³²².

9. De fato, em 23.3.2015 a Amazonas Energia e a Petrobras celebraram “Contrato de Penhor em Garantia”, referente ao penhor em favor da Petrobras do valor de R\$851,4 milhões decorrentes dos denominados “Contratos de Confissão de Dívida da CDE”, celebrados entre a Amazonas Energia e a CDE com o objetivo de repactuar a dívida desta última perante aquela companhia³²³, referente ao atendimento ao serviço público de distribuição de energia elétrica nos Sistemas Isolados, nos termos do art. 3º da Lei nº 12.111, de 2009 (fls. 31/33v). Igualmente foi celebrado aditivo ao Instrumento de Confissão de Dívida (fls. 26/28), para fins de refletir a garantia em tela e a condição de fiadora e devedora solidária da Eletrobras exclusivamente quanto ao montante restante da dívida (R\$2,4 bilhões).

10. Posteriormente, em maio de 2015, foi celebrado aditivo ao “Contrato de Penhor em Garantia” (fls. 34/35), aumentando para R\$2,1 bilhões o valor dos créditos detidos pela Amazonas Energia em face da CDE, e penhorados a favor da Petrobras. Deste modo, foi celebrado segundo aditivo ao Instrumento de Confissão de Dívida (fls. 29/30v), para fins de refletir o acréscimo na garantia e a condição de fiadora e devedora solidária da Eletrobras exclusivamente quanto ao montante restante (R\$1,11 bilhão).

11. No entender da SEP, o Instrumento de Confissão de Dívida firmado entre a Petrobras e a Amazonas Energia caracterizou, em verdade, uma novação das dívidas inadimplidas. De acordo com a área técnica, primeiramente, porque foi celebrado novo contrato entre a Companhia e a Amazonas Energia, indicando o ânimo de novar a dívida existente e, como sabido, a confissão de dívida depende apenas da declaração do devedor, nos termos do art. 585, II, do Código de Processo Civil (então vigente)³²⁴, sem a intervenção do credor. Segundo, porque se o negócio fosse confissão de dívida, incapaz de alterar obrigações do contrato de compra e venda original, as partes não

322 A Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) é destinada à promoção do desenvolvimento energético dos estados, a projetos de universalização dos serviços de energia elétrica, ao programa de subvenção aos consumidores de baixa renda e à expansão da malha de gás natural para o atendimento dos estados que ainda não possuem rede canalizada. Criada em 26 de abril de 2002 pela Lei nº 10.438, a CDE é gerida pela Eletrobras, cumprindo programação determinada pelo Ministério de Minas e Energia (Fonte: <http://www.eletrobras.com/ELB/main.asp?Team=%7BAAAF6D338%2D7190%2D4968%2D8F49%2DC2303AC2F7C7%7D>).

323 Conforme autorizado pelo Decreto nº 8.370, de 10.10.2014.

324 “Art. 585. São títulos executivos extrajudiciais: (...) II - O documento público, ou o particular assinado pelo devedor e subscrito por duas testemunhas, do qual conste a obrigação de pagar quantia determinada, ou de entregar coisa fungível.”

poderiam, por exemplo, ter estabelecido o prazo de dez anos para a quitação do débito, como foi realizado.

12. A área técnica destacou ainda que a própria Petrobras, por meio de seu Diretor de Relações com Investidores – DRI, informou que os representantes do Ministério da Fazenda e do Ministério de Minas e Energia participaram da negociação do Instrumento de Confissão de Dívida (fl. 18).

13. A SEP ressaltou que tais fatos, que seriam incontroversos e de conhecimento público, foram também descritos no item 3.3 do Relatório de Administração da Eletrobrás referente ao exercício de 2014, abaixo reproduzido (fls. 178/179):

“Cabe ressaltar, ainda, no âmbito do segmento de distribuição, que a região norte do Brasil, onde estão localizadas algumas das empresas de distribuição da Eletrobras, por suas características geográficas, áreas extensas e baixa concentração populacional, distinguem-se das demais regiões, pois tem o seu abastecimento de energia elétrica suprido pelas termoeletricas movidas a diesel e óleo combustível, cujo custo é significativamente mais elevado.

De acordo com a Lei nº 12.111/2009, a Conta de Consumo de Combustíveis – CCC passou a reembolsar, a partir de 30 de julho de 2009, o montante igual à diferença entre o custo total de geração da energia elétrica, para o atendimento ao serviço público de distribuição de energia elétrica nos Sistemas Isolados, e a valoração da quantidade correspondente de energia elétrica pelo custo médio da potência e energia comercializadas no Ambiente de Contratação Regulada – ACR do Sistema Interligado Nacional – SIN, conforme regulamento.

Com a desobrigação de recolhimento da quota da RGR estabelecido pela Lei nº 12.783/2013, os recursos da Conta de Desenvolvimento Energético – CDE passaram a ser transferidos à Reserva Global de Reversão – RGR e à CCC, para atender às finalidades das referidas contas. No entanto, as transferências dos recursos da CDE para a CCC não foram suficientes para cobertura de todos os montantes previstos para reembolsos das empresas de distribuição beneficiadas pela Lei nº 12.111/2009.

Considerando que o referido subsídio é parte considerável na formação do caixa das referidas empresas de distribuição, e devido ao alto custo do combustível necessário para atendimento do sistema isolado, que tem base de geração termoeletrica, essas empresas acabaram deixando de honrar algumas dívidas decorrentes do fornecimento de combustível junto à Petrobras Distribuidora S.A (“Br. Distribuidora”) e à Petróleo Brasileiro S.A (“Petrobras”), no montante de cerca de R\$ 8,6 bilhões, data base de 05 de dezembro de 2014.

No entanto, no ano de 2014, foram celebradas pelas empresas de distribuição do Amazonas, Acre, Rondônia e Boa Vista, repactuações dessas dívidas junto às supramencionadas fornecedoras, sendo importante destacar que essas dívidas já estavam contabilizadas nas Demonstrações Financeiras das citadas distribuidoras. As dívidas serão pagas em 120 parcelas mensais e sucessivas, com vencimento da primeira parcela em fevereiro de 2015, sendo o saldo devedor corrigido pela taxa de juros equivalente à taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (“Selic”).

Neste aspecto, importante destacar que o parágrafo quarto do artigo 36 do Decreto nº 4.541/2002, com a nova redação dada pelo Decreto nº 8.370/2014, e com a Portaria Interministerial dos Ministérios de Minas e Energia e da Fazenda nº 652/2014, autorizou, por outro lado, a celebração, pelas empresas de distribuição, de Termos de Confissão e Repactuação de Dívida da Conta de Desenvolvimento Energético – CDE, em condições semelhantes àquelas praticadas para as repactuações firmadas com a BR Distribuidora e a Petrobras. Assim, por meio dessas repactuações com a CDE, o referido fundo setorial reconheceu ser devedor, perante as referidas empresas de distribuição, no montante de R\$ 6,1 bilhões, já homologados pela ANEEL, permitindo que os recursos provenientes desses créditos sejam utilizados para quitação das parcelas das dívidas com a BR Distribuidora e a Petrobras.”.

III. DA ACUSAÇÃO

14. De início, a SEP consignou que, a seu ver, o uso dado à Petrobras frente aos objetivos que justificam a sua criação seria no mínimo controverso, ainda que tal controvérsia não alcance a imputação ao final atribuída à União no Termo de Acusação.

15. Como registrado nos itens 13 a 22 do Termo de Acusação, a SEP, originalmente, concluiu pela violação ao disposto no art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976³²⁵, segundo o qual a sociedade de economia mista não pode ser instrumento de satisfação de interesse público diferente daquele que justifica a sua existência. Em linhas gerais, a SEP concluiu que não seria atribuição da Petrobras manter hígida a distribuição de energia elétrica na região norte do país, considerando que o objetivo de sua criação, nos termos da Lei nº 2.004, de 1954, foi promover o abastecimento nacional de petróleo e seus derivados e o aproveitamento de outros carbonetos.

16. Entretanto, por ocasião da análise de que trata o art. 9º da Deliberação CVM nº 538³²⁶, de 2008, a Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE”) divergiu desse

³²⁵ “Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.”

³²⁶ “Art. 9º - Antes da intimação dos acusados para apresentação de defesa, a PFE emitirá parecer sobre o termo de acusação, no prazo de 30 (trinta) dias contados da data do termo de acusação, analisando objetivamente a observância

entendimento, destacando que a Lei nº 2.004, de 1954, que criou a Petrobras, foi revogada pela Lei nº 9.478, de 1997, a qual teria instituído novo marco regulatório para o setor de petróleo e gás, redefinindo o objeto da Petrobras, para nele incluir quaisquer outras atividades correlatas ou afins, conforme definidas em lei. Nesse sentido, a PFE concluiu que não teria havido desvio da Petrobras em relação aos fins que justificam sua criação e existência e, portanto, infração ao art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976.

17. Por sua vez, a SEP acolheu o parecer da PFE quanto à supressão da acusação de violação ao citado art. 238, porém optou por manter registrado no Termo de Acusação a controvérsia em questão, sob o argumento de que poderia o Colegiado, se julgar conveniente, considerá-la em sua decisão (itens 9 e 10 do Memorando nº 57/2015-CVM/SEP/GEA-3, às fls. 240/241).

18. Ainda de acordo com a SEP, independentemente da controvérsia acima, restaria evidente que o uso da Petrobras ter-se-ia dado em termos financeiramente desvantajosos para a companhia.

19. No entender da SEP, a Petrobras não somente possuía o direito de cobrar em Juízo os créditos que detinha contra a Amazonas Energia, como também detinha considerável poder de barganha para buscar o pagamento sem a necessidade de intervenção do Poder Judiciário. Todavia, prossegue a SEP, a Petrobras manteve durante longo período o fornecimento de gás sem qualquer contrapartida, tendo aceito a novação da dívida em condições que lhe seriam desvantajosas. Segundo a SEP:

“(...) para que a novação fosse financeiramente vantajosa para a Companhia, a nova dívida deveria ter valor presente igual ou superior ao daquela que foi substituída. E não é o que ocorre: a nova dívida – a ser paga em parcelas durante dez anos e remunerada pela taxa SELIC – possui valor presente líquido inferior aos R\$ 3,26 bilhões da dívida substituída, que era líquida e exigível em dezembro de 2014.

32. Isso porque a taxa de desconto da dívida da Amazonas Energia deve ser, necessariamente, superior à remuneração dos financiamentos diários lastreados em títulos públicos federais que servem de referência para o cálculo da taxa SELIC, dado que o risco de crédito da Amazonas Energia e de sua controladora – a Eletrobrás – é superior ao da União³²⁷”.

20. A SEP também observou que, por ocasião da novação da dívida, a única garantia existente era aquela pessoal prestada pela Eletrobrás, pois a possível garantia da União dependia ainda da sua efetiva prestação até 15.02.2015, o que acabou não acontecendo. Especificamente, não havia tampouco garantia real que pudesse melhorar a qualidade do crédito quando a Companhia aceitou a novação da dívida, na medida em que o

dos requisitos do art. 6º e o cumprimento do art. 11.”

327 O risco de crédito das sociedades do Sistema Eletrobrás, que inclui a Amazonas Energia, é tão significativo que justificou, em 2014, o reconhecimento pela Companhia de R\$ 4,5 bilhões, incluindo saldos a vencer das novas dívidas, que possuem garantia pessoal da Eletrobrás, como perdas em créditos de liquidação duvidosa.

Contrato de Penhor em Garantia só foi celebrado em março de 2015.

21. Desse modo, a SEP concluiu que “a transferência de riqueza que ocorreu da Companhia para a Amazonas Energia, com a novação da dívida em 31.12.2014, é igual à diferença entre os R\$ 3,26 bilhões e o menor valor presente líquido da nova dívida”.

22. Especificamente quanto o argumento da Petrobras no sentido de que a cobrança da taxa SELIC em relação à dívida da Amazonas Energia seria justificada pelo art. 406 do Código Civil³²⁸, conforme interpretado pela jurisprudência³²⁹, a SEP manifestou o entendimento de que não se pode depreender do citado dispositivo que os juros moratórios devam ser sempre a taxa SELIC ou, muito menos, que essa taxa possua qualquer respaldo legal privilegiado em relação a outras taxas de remuneração. Ademais, a SEP reiterou que o negócio jurídico celebrado em 31.12.2014 seria uma novação, e não uma confissão de dívida, como defendido pela Petrobras, de sorte que não seria possível afirmar que a taxa de juros necessariamente deveria ser a original.

23. Por último, a SEP concluiu que “o uso da Petrobras em desacordo com a legislação ocorreu em benefício a sua acionista controladora, a União Federal.”

24. Na visão da SEP, a transferência de valores da controlada direta (Petrobras) para a controlada indireta (Amazonas Energia), que é subsidiária integral da Eletrobrás, representou benefício à União. Isso porque a participação direta e indireta da União no capital social era de 46%, no caso da Petrobras, e de 67,2%, no caso da Eletrobrás, em dezembro de 2014³³⁰. Nesse sentido, o ganho que a União obteve como acionista da Eletrobrás teria superado a perda que sofreu como acionista da Petrobras.

25. De acordo com a área técnica, o benefício à União decorreria do fato de “não precisar transferir imediatamente recursos para os Fundos Setoriais com o fim de que pudessem quitar sua dívida com a Amazonas Energia, assim permitindo que esta sociedade também adimplisse suas dívidas e não tivesse o fornecimento de gás interrompido por exceção de contrato não cumprido”.

26. Nesse tocante, a SEP reporta-se à Portaria Ministerial nº 652, de 10.12.2014, que dispôs sobre a repactuação da dívida dos Fundos Setoriais com seus credores, entre os quais a Amazonas Energia, com prazo de pagamento de até dez anos e atualização do saldo devedor pela taxa SELIC. No entender da SEP, portanto, a União não seria obrigada a pagar imediatamente esta dívida, o que manteria hígido o sistema de distribuição de energia elétrica na região norte, justamente porque a Petrobras viria a aceitar a novação dos débitos das sociedades do Sistema Eletrobrás nas mesmas condições.

27. Pelo exposto acima, a SEP concluiu que a União Federal deve ser responsabilizada, na qualidade de acionista controladora da Petrobras, por descumprir o art. 116,

328 “Art. 406. Quando os juros moratórios não forem convencionados, ou o forem sem taxa estipulada, ou quando provierem de determinação da lei, serão fixados segundo a taxa que estiver em vigor para a mora do pagamento de impostos devidos à Fazenda Nacional.”

329 Recurso Especial nº 727.842

330 Considerando a participação indireta por meio de outras entidades ligadas à União.

parágrafo único, da Lei 6.404, de 1976³³¹, ao impor à companhia custos de subsidiar a geração de energia elétrica, por meio da omissão diante da reiterada inadimplência da Amazonas Energia e da posterior novação da dívida resultante dessa inadimplência, em termos desvantajosos para a Companhia, em dezembro de 2014.

IV. DA MANIFESTAÇÃO DA PFE

28. Examinada a peça acusatória, a PFE entendeu estarem preenchidos os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/08³³².

V. DA DEFESA

29. A União, por meio da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional – PGNF, apresentou defesa tempestivamente, acostada às fls. 271 a 286.

30. De início, a Acusada destaca que, em suma, imputa-se à União uma ingerência indevida na repactuação de dívida realizada entre a Amazonas Energia e a Petrobras, que teria redundado em termos desvantajosos a esta última e, conseqüentemente, abuso de poder de controle decorrente da violação do art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404, de 1976.

31. Observa que, de acordo com a Acusação, os termos desvantajosos consubstanciam-se porquanto a nova dívida — a ser paga em parcelas durante dez anos e remunerada pela taxa SELIC — possuiria valor presente líquido inferior à dívida originária, o que seria benéfico para a Amazonas Energia e prejudicial à credora Petrobras. Portanto, deste abuso de poder, a União teria se beneficiado duplamente, tendo em vista que teria havido, pelos termos desvantajosos da repactuação, uma transferência de “valor” entre sua controlada direta (Petrobras) para a sua controlada indireta (Amazonas Energia), bem como um benefício pelo fato de não precisar transferir imediatamente recursos para os Fundos Setoriais (CDE) que seriam utilizados para o pagamento da dívida originária.

32. Alega a Acusação que, ao orientar esta repactuação, a União estaria impondo à Petrobras um ônus de subsidiar a geração de energia elétrica, o qual não se insere no bojo do seu objeto social, de modo que estariam sendo esgarçados os fins que justificaram a criação da companhia. Por fim, pesaria sobre a União, como acionista controladora da Petrobras, a acusação de ter se omitido, antes mesmo da referida repactuação, diante da reiterada inadimplência da Amazonas Energia perante a Petrobras, especificamente entre fevereiro de 2013 e novembro de 2014.

33. Segundo a União, portanto, a Acusação se utiliza de três premissas fáticas para individualizar a sua conduta abusiva, a saber:

331 Art. 116. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender

332 Parecer nº 00097/2015/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, às fls. 147/158.

-
- a) Que houve um prejuízo à Petrobras na repactuação da dívida com a Amazonas Energia;
 - b) Que a aludida repactuação e o consequente prejuízo ocorreram com a orientação/participação direta da União; e
 - c) Que a União poderia ter agido para evitar a inadimplência da Amazonas Energia perante a Petrobras e, conseqüentemente, a necessidade de uma renegociação desvantajosa.

34. Entretanto, a União alega que as premissas que embasaram a Acusação são equivocadas, pelas razões adiante expostas:

- a) A responsabilidade da União pelo exercício abusivo do poder de controle é sustentada por duas premissas que sequer foram minimamente comprovadas nos autos, quais sejam: que houve envolvimento direto da União, acionista controladora, na repactuação da dívida; e que a repactuação se deu em termos desvantajosos à Petrobrás. Inexiste até mesmo indícios probatórios ou início de provas que pudessem incutir a ideia de veracidade das premissas apontadas, em suma, de justa causa para início do PAS;
- b) A imputação de exercício abusivo do controle pressupõe um envolvimento efetivo da União na condução da repactuação supostamente desvantajosa, o que não ocorreu no caso concreto. Toda a operação e suas tratativas teriam sido tomadas pela administração (Conselho de Administração e Diretoria) das companhias envolvidas, sem que a União, acionista controladora, delas participasse efetivamente;
- c) Caso diante de uma decisão assemblear, na qual a participação da União seria direta e efetiva, poder-se-ia cogitar potencial conflito de interesses na assinatura da repactuação (contrato entre partes relacionadas), devendo a mesma se abster de votar. Todavia, cuida-se no caso concreto de um ato de gestão celebrado pela administração de duas companhias independentes, no qual, até que se prove em contrário, não houve participação direta da controladora;
- d) Não prospera a simples alegação de que a Petrobras reconheceu a participação de representantes dos Ministérios da Fazenda e de Minas e Energia na negociação, tendo em vista que não houve envolvimento com a conveniência e oportunidade da repactuação, tampouco com seus termos. O envolvimento se deu apenas no que diz respeito à garantia da operação, a qual, por partir da União, deveria contar com a participação do Ministério da Fazenda. Ademais, a participação do Ministério de Minas e Energia se impunha pelo fato da possível contragarantia envolver recursos da CDE;
- e) A SEP sequer “carreou o contrato que lastreia a dívida originária, tampouco

se esforçou para analisar comparativamente todos os riscos e chances de êxito para o seu recebimento. Pecou, neste diapasão, por não confrontar os dois instrumentos de dívida no afã de se alcançar conclusões seguras.” Somente se pode afirmar que a repactuação é pior, ou melhor, após uma análise sobre o contrato originário, o que, equivocadamente, não fora feito pela acusação;

f) Ainda no que concerne aos vícios do Termo de Acusação, a SEP, embora aponte genericamente o abuso de controle por parte da União, não aponta em qual modalidade ou conduta de poder abusivo (art. 117 da Lei nº 6.404, de 1976) ela teria incorrido;

g) A SEP sequer menciona o aludido dispositivo, que trata de responsabilidade do controlador por abuso de poder, o que acaba dificultando/impossibilitando a defesa e, por conseguinte, violando os direitos fundamentais da ampla defesa e do contraditório, a ensejar a nulidade da Acusação;

h) Clama para que a Acusação seja declarada nula, por ofensa ao contraditório e à ampla defesa, ou, assim não entendendo o Colegiado, que seja extinta sem análise de mérito, por não estar acompanhada de elementos probatórios que preencham uma das condições da ação (a justa causa).

35. Na análise do mérito, a União expôs, primeiramente, as razões pelas quais a atuação da Petrobras teria ocorrido dentro dos limites de seu objeto social. Sobre isso, a União afirmou que a repactuação da dívida originária do contrato de fornecimento de gás para geração de energia pela Amazonas Energia está inclusa, inegavelmente, nos fins que justificam a criação da Companhia e, consequentemente, nos limites do seu objeto social, conforme o artigo 26 da Lei nº 10.438, de 2002³³³ e o artigo 3º do Estatuto Social da Petrobras³³⁴. A União alegou ainda que incube ao Poder Legislativo, e não à CVM, a definição do interesse coletivo que deve ser perseguido por uma empresa estatal, nos termos do art. 173 da Constituição Federal. Desse modo, tal acusação deveria ser julgada improcedente no entendimento da União.

36. Ainda no mérito, a União alegou que a conclusão do Termo de Acusação, no sentido de que a repactuação da dívida entre a Amazonas Energia e a Petrobras fora desvantajosa para o interesse desta última, baseia-se em uma visão demasiadamente estreita da operação, na medida em que analisa tão somente as circunstâncias que favorecem a tese acusatória, sem se preocupar com todo o contexto fático, jurídico e econômico da sua concretização. Nesse sentido, três questionamentos deveriam ser respondidos:

(i) Será realmente que a dívida originária tinha liquidez e certeza quando da

333 “Art. 26. Fica a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, sociedade de economia mista, criada pela Lei n o 2.004, de 3 de outubro de 1953, autorizada a incluir no seu objeto social as atividades vinculadas à energia.”

334 “Art. 3º- A Companhia tem como objeto a pesquisa, a lavra, a refinação, o processamento, o comércio e o transporte de petróleo proveniente de poço, de xisto ou de outras rochas, de seus derivados, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, além das atividades vinculadas à energia, podendo promover a pesquisa, o desenvolvimento, a produção, o transporte, a distribuição e a comercialização de todas as formas de energia, bem como quaisquer outras atividades correlatas ou afins”

repactuação?

(ii) Será que as chances de êxito em uma cobrança judicial eram tão robustas ao ponto de ser desvantajosa a repactuação?

(iii) A repactuação ocorreu por um valor líquido inferior a dívida originária e, conseqüentemente, de forma desvantajosa?

37. Quanto aos dois primeiros questionamentos, a União destacou que, no extrato da ata da reunião do Conselho de Administração realizada em 08.8.2014³³⁵, o presidente da Petrobras Distribuidora alertou que o fornecimento de gás à Amazonas Energia fora feito, ao longo do tempo, sem um contrato formal. Ademais, a própria área técnica da Petrobras teria dúvidas a respeito da liquidez e certeza da dívida originária, dando a entender que a cobrança, possivelmente, dar-se-ia por meio de uma ação ordinária de conhecimento, conforme descrito às fls. 58 e 59 dos autos, tendo em vista que somente em 2013 fora realizada licitação para o fornecimento de gás à Amazonas Energia. Portanto, antes da referida licitação, a Petrobras só possuía em face da Amazonas Energia meras faturas de cobrança, o que, para a União, inviabilizaria uma possível ação de execução judicial, restando somente a possibilidade de manejo de uma ação ordinária de conhecimento ou uma ação monitória. E, com a judicialização da questão, a Amazonas Energia poderia discutir amplamente o mérito da dívida, assumindo a Petrobras o risco de não receber de imediato qualquer quantia.

38. Sobre isso, a União ainda apontou que a Amazonas Energia é a principal prestadora regional do serviço público de distribuição e, por isso, dificilmente o Poder Judiciário autorizaria o corte do fornecimento de gás a fim de compelir a empresa a adimplir sua dívida. Além disso, a Amazonas Energia não possui bens susceptíveis de penhora, na medida em que todos os bens afetados à atividade, de acordo com pacífica jurisprudência, não seriam passíveis de constrição judicial.

39. Portanto, a União defende que foi justamente neste cenário de risco e insegurança que a administração da Petrobras (Conselho de Administração e Diretoria), sem qualquer orientação da União, optou por repactuar a dívida.

40. Quanto ao terceiro questionamento acima, a União inicialmente observou que a repactuação resultou em uma confissão no montante de R\$3.257.365.513,24 (três bilhões, duzentos e cinquenta e sete milhões, trezentos e sessenta e cinco mil, quinhentos e treze reais e vinte centavos), que perfaz o valor da dívida originária corrigida pela Taxa SELIC e com multa de mora de 2% até o dia 05.12.2014, a ser paga em 120 parcelas e remunerada também pela SELIC. Destacou que a parte da dívida originária que possuía lastro contratual contava justamente com os consectários previstos na repactuação (Taxa SELIC e multa de mora de 2%), de sorte que, caso a opção fosse cobrar o valor originário imediatamente, a forma de correção e atualização da dívida seria a mesma.

41. Nesse sentido, a União argui ser no mínimo temerário afirmar que a repactuação não fora vantajosa para a Petrobras, do ponto de vista financeiro (custo/benefício). Primeiro, porque a repactuação respeitou todas as cláusulas contratuais anteriores e originárias (referentes à parte da dívida originária que tinha lastro contratual) e permitiu que a Petrobras começasse a receber seus créditos imediatamente, ainda que em parcelas, reforçando seu caixa. Segundo, porque após a repactuação passou-se a contar com título executivo extrajudicial apto a amparar uma ação autônoma de execução em caso de inadimplemento, possibilitando, em princípio, a satisfação do credor de forma mais célere do que numa ação de conhecimento, tal como uma ação ordinária de cobrança.

42. No entender da União, não prospera a alegação de que a taxa pactuada deveria ser superior à taxa SELIC, pois nem mesmo a parte da dívida originária (que possuía lastro contratual) contava com a previsão de remuneração pela SELIC. Além disso, caso se optasse pelo ajuizamento da ação, ao invés da repactuação, seria a Taxa SELIC que remuneraria o valor cobrado, de sorte que não há qualquer prejuízo na sua escolha.

43. Quanto à garantia ofertada, a União concluiu que houve uma substancial melhora do crédito. Originariamente, o que existia era tão somente a garantia pessoal prestada pela Eletrobrás, porém, junto à confissão de dívida, foi celebrado Contrato de Penhor em Garantia entre a Petrobras e a Amazonas Energia, de parte dos créditos que esta última detém junto à CDE. Essa última garantia, por ser real, teria aptidão de melhorar a qualidade do crédito.

44. Pelos argumentos acima elencados, a União defende que os termos da repactuação foram vantajosos para a Petrobras, devendo a Acusação ser julgada improcedente.

45. Especificamente quanto à alegação da SEP de que a União teria se omitido diante do inadimplemento da Amazonas Energia para com a Petrobras, a Acusada alega que há que se considerar que as referidas companhias são pessoas jurídicas de direito privado autônomas, que possuem administração tecnicamente independente e com autonomia de gestão, não competindo à União, ainda que detenha o controle acionário de ambas, intrometer-se em contratos de direito privado celebrado entre elas. Assim, as medidas necessárias ao cumprimento de quaisquer contratos entre as duas companhias devem ser conduzidas por seus administradores, os quais têm o dever de atuar com diligência e buscar sempre lograr os fins e os interesses das companhias, satisfeitas as exigências do bem público e da função social das empresas (artigos 153 e 154 da Lei nº 6.404, de 1976).

46. Segundo a Acusada, a conveniência e oportunidade, bem como a análise dos riscos, referentes às medidas tomadas para cobrar os valores devidos pela Amazonas Energia à Petrobras, são de inteira responsabilidade dos administradores desta última, na medida em que se trata de matéria eminentemente de gestão. Vale dizer, incumbia à Diretoria e ao Conselho de Administração da Petrobras, nos termos dos artigos 138

e 139 da Lei 6.404, de 1976³³⁶, a decisão de demandar ou não à devedora, assim como todos os consectários desta escolha. E assim fez a administração da Petrobras, como se verifica das atas anexas aos autos.

47. A União argui que não houve nenhuma espécie de omissão por parte do controlador, pois, como visto, não caberia a ele tomar medidas para o recebimento imediato do crédito, podendo até mesmo ficar caracterizado um conflito objetivo de interesses.

48. Por fim, a União refutou a acusação de que teria participado diretamente da repactuação entre a Petrobras e a Amazonas Energia, orientando de forma a privilegiar a primeira companhia em detrimento da segunda. Defende que, mesmo se houvesse um prejuízo para a Petrobras, o mesmo não poderia ser imputado à União, ante a inexistência de nexos causal entre a sua conduta como controladora e a repactuação.

49. A União defende que, muito embora a Acusação não tenha indicado em qual modalidade de abuso de controle ela teria incorrido, as únicas que potencialmente poderiam amparar a tese da SEP são aquelas previstas nas alíneas “a” e “f” do §1º do art. 117 da lei nº 6.404, de 1976³³⁷. Todavia, ambas as espécies somente se concretizam diante de uma orientação clara e inequívoca por parte do controlador, seja por meio de deliberação assemblear, seja mediante influência ou pressão externa contundente, o que não ocorrera no caso concreto.

50. A União observa que o único envolvimento que se possa atribuir a ela se restringe à oferta da garantia e à análise da suficiência da contragarantia à repactuação, sendo esta última uma imposição da Lei de Responsabilidade Fiscal (art. 40 da LC nº 101, de 2000), vez que, ao fornecer garantia à operação celebrada, deve a União, como garantidora, analisar os riscos da dívida garantida e exigir contragarantia. O fato de a União, ainda que controladora das companhias envolvidas, prestar garantia à operação, não faz dela participante direta na confissão de dívida garantida, objeto da Acusação.

51. A Acusada entende que incumbe aos administradores explicar a conveniência e oportunidade da repactuação, bem como suas cláusulas, não restando quaisquer responsabilidades sobre a controladora União.

52. Assim, convencida de que houve violação do contraditório e da ampla defesa, a União pede que o processo seja declarado nulo. Caso o Colegiado entenda o contrário, postula que o pedido da SEP seja julgado extinto sem análise do mérito, tendo em vista

336 “Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. §1º - O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores. §2º - As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração. Art. 139. As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.”

337 “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. §1º - São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; (...) f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;”

a ausência de justa causa. Porém, se o Colegiado entender que a análise do mérito é necessária, pede que o processo seja julgado improcedente.

VI. DO TERMO DE COMPROMISSO

53. Com fulcro no art. 11, §5º, da Lei 6.385, de 1976, e no art. 7º da Deliberação CVM 390, de 2001, a União apresentou proposta de celebração de Termo de Compromisso, posteriormente retirada diante da manifestação adversa da PFE relativa ao cumprimento dos requisitos legais necessários à celebração do ajuste³³⁸ (fls. 311/331).

VII. DA REDISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

54. Em 03.01.2017, o presente processo foi redistribuído para minha relatoria, em reunião do Colegiado realizada nesta data, nos termos do art. 9ª da Deliberação CVM nº 558/08 (fls. 377).

É o relatório.

Rio de Janeiro, 07 de fevereiro de 2017.

Henrique Balduino Machado Moreira
Diretor-relator

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2015/10677

Acusada: União Federal

Assunto: Apurar a responsabilidade da União Federal, na qualidade de acionista controladora da Petróleo Brasileiro S.A., por infração ao artigo 116, parágrafo único, da Lei 6.404/76.

Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira.

VOTO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado em face da União Federal (“União”), na qualidade de acionista controladora da Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras (“Petrobras” ou “Companhia”), para apurar sua omissão diante da reiterada inadimplência da Amazonas Distribuidora de Energia S.A. (“Amazonas Energia”) e da posterior novação da dívida resultante dessa inadimplência em termos desvantajosos para a Petrobras, impondo à Companhia custos a fim de subsidiar a geração de energia elétrica na região norte do país, em

338

Parecer nº 0005/2016/GJU – 2/PFE-CVM/PGF/AGU (FLS. 323/329).

violação ao art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404, de 1976³³⁹.

2. Como visto no relatório, em junho de 2006 a Amazonas Energia contratou com a Petrobras o fornecimento de gás natural para a geração de energia elétrica, contudo, a partir de 2011, ela deixou de adimplir suas obrigações com a contratada sem que esta tenha interrompido o fornecimento de gás (verso da fl. 20).

3. Segundo consta dos autos, a Amazonas Energia deixou de adimplir suas obrigações com a Petrobras porque os Fundos Setoriais não realizaram integralmente as transferências com as quais estavam comprometidos, com o fim de subsidiar a geração de energia elétrica na região norte³⁴⁰, e a Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (“Eletrobras”) não se dispôs a investir recursos na sua subsidiária integral que fossem suficientes para compensar a indisponibilidade orçamentária dos Fundos Setoriais³⁴¹.

4. Em 31.12.2014, a Petrobras e a Amazonas Energia celebraram “Instrumento Particular de Confissão de Dívida”, no qual a contratante reconheceu dever à Petrobras a quantia de R\$3,26 bilhões, em valores atualizados até 05.12.2014³⁴², referentes ao fornecimento de gás entre fevereiro de 2013 e novembro de 2014 (fls. 20/25).

5. Nos termos do referido acordo, a Amazonas Energia comprometeu-se a liquidar a dívida junto à Petrobras em 120 prestações mensais e consecutivas (vencendo a primeira em 20.2.2015), atualizadas pela taxa de juros equivalente à taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia para títulos federais (“SELIC”), sendo ainda estabelecido que a União prestaria “garantia fidejussória irrevogável e irretratável”. Tal garantia era vinculada à contragarantia que deveria ser outorgada à União pela Eletrobras e pela Amazonas Energia até 15.2.2015, caso contrário, passaria a Eletrobras à condição de fiadora e devedora solidária da dívida (cláusulas segunda e quarta do acordo).

6. Diante destes fatos, a Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) entendeu que a novação de dívida seria financeiramente desvantajosa para a Petrobras, pois a taxa de desconto da dívida da Amazonas Energia deveria necessariamente ter sido superior à SELIC, dado que o risco de crédito da Amazonas Energia e de sua controladora Eletrobras era superior ao da União³⁴³. Com isso, a nova dívida a ser paga em 120 meses e remunerada pela taxa SELIC possuiria valor presente líquido inferior a R\$3,26 bilhões, dívida esta que no sentir da Acusação seria líquida e exigível em dezembro de 2014.

339 Art. 116. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender

340 A existência dessa dívida é reconhecida pela Portaria Interministerial nº 652, de 2014, dos Ministérios da Fazenda e das Minas e Energia;

341 Na nota explicativa nº 15.5 das demonstrações financeiras de 31.12.2014, a administração da Eletrobras reconhece que a Amazonas Energia é dependente do seu suporte financeiro.

342 A dívida originária era R\$2,94 bilhões (fls. 20v).

343 O risco de crédito das sociedades do Sistema Eletrobras, que inclui a Amazonas Energia, é tão significativo que justificou, em 2014, o reconhecimento pela Companhia de R\$4,5 bilhões, incluindo saldos a vencer das novas dívidas, que possuem garantia pessoal da Eletrobras, como perdas em créditos de liquidação duvidosa.

7. No entender da SEP, a Petrobras teria transferido riqueza para a Amazonas Energia consistente na diferença entre os R\$ 3,26 bilhões e o menor valor presente líquido da nova dívida pactuada, arcando assim efetivamente com os custos do subsídio ao serviço de distribuição de energia nos sistemas isolados, o que teria se dado em favor da acionista controladora, na medida em que teria havido transferência de riqueza de uma controlada direta (Petrobras) para uma controlada indireta (Amazonas Energia), na qual a União detinha maior participação acionária³⁴⁴.

8. Outro benefício apontado pela Acusação à controladora decorreria do fato de a União não ter precisado aportar, em 2014, grande volume de recursos nos Fundos Setoriais do setor elétrico brasileiro, que deveriam ser utilizados para o pagamento da dívida originária, uma vez que a Petrobras viria a aceitar a novação da dívida com a Amazonas Energia nas mesmas condições da repactuação da dívida desses Fundos Setoriais com as sociedades do Sistema Eletrobrás, conforme Portaria dos Ministérios de Minas e Energia e da Fazenda nº 652, de 10.12.2014.

9. A Defesa, por sua vez, aduz que há de se considerar que as referidas companhias são pessoas jurídicas de direito privado autônomas, que possuem administração tecnicamente independente e com autonomia de gestão, não competindo à União, ainda que detenha o controle acionário de ambas, intrometer-se em contratos de direito privado celebrado entre elas. Assim, as medidas necessárias ao cumprimento de quaisquer contratos entre as duas companhias devem ser conduzidas por seus administradores, os quais têm o dever de atuar com diligência e buscar sempre lograr os fins e os interesses das companhias, satisfeitas as exigências do bem público e da função social das empresas (artigos 153 e 154 da Lei nº 6.404, de 1976).

10. A Defesa também refuta a acusação de que a União teria participado diretamente da repactuação entre a Petrobras e a Amazonas Energia, orientando de forma a privilegiar a primeira companhia em detrimento da segunda. Observa que o único envolvimento que se poderia atribuir à União restringe-se à oferta da garantia e à análise da suficiência da contragarantia à repactuação, sendo esta última uma imposição da Lei de Responsabilidade Fiscal (art. 40 da LC nº 101, de 2000), vez que, ao fornecer garantia à operação celebrada, deveria a União, como garantidora, analisar os riscos da dívida garantida e exigir contragarantia. O fato de a União, ainda que controladora das companhias envolvidas, prestar garantia à operação, não faria dela participante direta na confissão de dívida objeto da Acusação.

11. Alega ser no mínimo temerário afirmar que a repactuação não seria vantajosa para a Petrobras, pois a repactuação teria respeitado todas as cláusulas contratuais anteriores e originárias (referentes à parte da dívida originária que tinha lastro contratual) e permitido que a Petrobras começasse a receber seus créditos imediatamente, ainda que em parcelas, reforçando seu caixa. Além disso, após a repactuação a Petrobras passaria a contar com título executivo extrajudicial apto a amparar uma ação autônoma de

344 A participação direta e indireta da União no capital social era de 46%, no caso da Petrobras, e de 67,2%, no caso da Eletrobras, em dezembro de 2014.

execução em caso de inadimplemento, possibilitando, em princípio, a satisfação do credor de forma mais célere do que numa ação de conhecimento, tal como uma ação ordinária de cobrança.

12. No entender da Defesa, tampouco prospera a alegação de que a taxa pactuada deveria ser superior à taxa SELIC, pois nem mesmo a parte da dívida originária contava com a previsão de remuneração pela SELIC. Além disso, caso se optasse pelo ajuizamento da ação, ao invés da repactuação, seria a taxa SELIC que remuneraria o valor cobrado, de sorte que não há qualquer prejuízo na sua escolha.

I – Da Preliminar

13. Trazidos os principais elementos do presente processo, cabe examinar, preliminarmente, o argumento da Defesa de que não estariam presentes os requisitos necessários para a configuração da modalidade omissiva de abuso de poder de controle, na medida em que a Acusação não apontou qual modalidade de conduta abusiva existente no art. 117 da Lei nº 6.404, de 1976, teria sido cometida pela União, o que acabou dificultando a elaboração da Defesa e, por consequência, violando os direitos da ampla defesa e do contraditório, a ensejar a nulidade da Acusação.

14. Tal argumento não pode prosperar porque o Colegiado³⁴⁵ da CVM já firmou entendimento de que é possível responsabilizar o acionista controlador por condutas omissivas em função dos deveres estabelecidos no art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404, de 1976, que impõe ao controlador o dever de “usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

15. Da leitura do artigo antes transcrito depreende-se que, caso o acionista controlador não utilize seu poder para realizar o objeto social da companhia, fazer cumprir a sua função social ou atender direitos e interesses dos demais acionistas, ele viola dever de agir imposto por lei, a caracterizar infração por omissão ao mencionado dispositivo.

16. E foi justamente com base neste entendimento que foi construída a tese acusatória no sentido de que, diante da reiterada inadimplência da Amazonas Energia perante a Petrobras e da posterior repactuação da dívida, a União teria deixado de atender aos interesses dos demais acionistas da Petrobras, em violação ao parágrafo único do art. 116 da Lei nº 6.404, de 1976.

345 Neste sentido ver também o voto preferido pela Diretora Luciana Dias, no âmbito do PAS 2012/1131, julgado em 26.05.2015. Também sobre o tema vale destacar as palavras do diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443, julgado em 10.5.2006, o Colegiado decidiu que: “[p]ara dar efetivação aos deveres impostos ao acionista controlador no art. 116, o art. 117 responsabilizou-o ‘pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder’. Dentre as modalidades de exercício abusivo de poder, a Lei 6.404/76 elencou algumas hipóteses que não são consideradas quando da análise do voto do acionista não controlador (art. 117, §1º, ‘e’, ‘f’, ‘g’ segunda parte e ‘h’). Diferentemente dos acionistas não controladores, os acionistas controladores, enquanto possam ser assim considerados, têm obrigações e responsabilidades por atos (e mesmo omissões, no caso da alínea ‘g’) não decorrentes do exercício do direito de voto”

17. Por outro lado, não se pode deixar de comentar que, embora o Termo de Acusação tenha se limitado ao descumprimento do art. 116, há trechos da peça acusatória que se referem a aspectos de modalidade de abuso de poder de controle descrito no art. 117, §1º, “f”, da Lei nº 6.404, de 1976, o que muito provavelmente deu origem ao presente questionamento. Todavia, tais menções estão intimamente ligadas com a análise de mérito da Acusação, de forma que elas serão examinadas no decorrer deste voto.

18. Por tais razões, afasta-se tal preliminar.

19. Vale destacar também em sede preliminar que, originalmente, a SEP havia imputado à União a violação ao art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976³⁴⁶, porém excluiu tal acusação ao acolher sugestão contida no parecer da Procuradoria Federal Especializada – PFE, emitido por ocasião da análise da peça acusatória, em atendimento ao disposto no art. 9º da Deliberação CVM nº 538, de 2008. Não obstante, a SEP optou por registrar na versão final do Termo de Acusação o seu entendimento inicial acerca da matéria, sob o argumento de que poderia o Colegiado, caso julgasse conveniente, considerá-lo em sua decisão³⁴⁷. Nesse sentido, consignou que o uso dado à Petrobras frente aos objetivos que justificam a sua criação seria no mínimo controverso, ainda que tal controvérsia não tenha alcançado a imputação ao final atribuída à União.

20. Em que pese a intenção da área técnica, não é possível análise pelo Colegiado, em sede de julgamento, de conduta que não fora imputada pela Acusação, pois o regime regulatório estabelecido pela Deliberação CVM nº 538, de 2008, segregou as funções investigativa e acusatória da função julgadora. A mencionada deliberação atribuiu às superintendências autonomia para a condução do procedimento apuratório e a formulação da acusação, ao passo que reservou ao Colegiado o julgamento dos processos sancionadores.

21. Como a SEP decidiu suprimir do Termo de Acusação eventual acusação de infração ao art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976, anuindo com o entendimento manifestado pela PFE, não cabe ao Colegiado, em respeito ao regime regulatório em vigor, acrescentar em sede de julgamento imputação ao Acusado além daquela que consta da peça acusatória.

22. Por tal razão, restou prejudicada eventual admissão e apreciação, pelo Colegiado, do entendimento inicial da SEP sobre a matéria.

II – Do Mérito

23. Como visto, a controvérsia do presente processo consiste em examinar se a União, na qualidade de acionista controladora da Petrobras, quedou-se inerte em face do inadimplemento da Amazonas Energia e da repactuação da dívida havida entre as suas controladas, de forma a beneficiar a Amazonas Energia em detrimento da Petrobras,

³⁴⁶ “Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.”

³⁴⁷ Itens 9 10 do Memorando nº 57/2015-CVM/SEP/GEA-3, às fls. 240/241.

logrando com isso vantagem indevida.

24. Antes, porém, de examinar a conduta da União no presente caso, é importante destacar que a Lei nº 6.404, de 1976, atribuiu à pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista os mesmos deveres e responsabilidades conferidos ao controlador privado (artigos 116 e 117), ressalvando, contudo, que ele poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação, conforme prevê o art. 238 da mesma lei.

25. O Colegiado da CVM enfrentou tal questão recentemente ao examinar o PAS CVM nº RJ2013/6635, julgado em 26.05.2015, quando condenou a União Federal por votar pela renovação das concessões de distribuição e transmissão de energia elétrica de companhias controladas pela Eletrobrás, em infração ao disposto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76, uma vez que tal decisão envolvia interesses externos da União e a beneficiária de forma particular, colocando-a em situação de conflito.

26. Como bem consignado no voto da Diretora-Relatora Luciana Dias, muito embora o acionista controlador da sociedade de economia mista possa tomar decisões alinhadas ao interesse público que justificou a criação da sociedade (art. 238), ele está obrigado a observar todas as demais regras da Lei nº 6.404, de 1976, inclusive as que limitam o seu próprio poder (art. 235 e art. 115, §1º, e artigos 116 e 117).

27. Assim, a atuação do acionista controlador das sociedades de economia mista tem recebido olhar atento por parte da CVM, pois, diante dos fatos notórios ocorridos, somente a percepção clara de que há limites para atuação da pessoa que controla a companhia de economia mista poderá recuperar a confiança dos agentes de mercados nestas companhias, que são, sabidamente, de grande importância para o desenvolvimento econômico brasileiro.

28. Neste sentido, merece destaque o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, recentemente editado, que, para as sociedades de economia mista, recomenda como boa prática de governança a identificação clara e precisa do interesse público que justificou a criação da sociedade, em capítulo específico, bem como atuação proativa do Conselho de Administração no monitoramento das atividades da companhia e no estabelecimento de políticas, mecanismos e controles internos “para apuração dos eventuais custos do atendimento do interesse público e eventual ressarcimento da companhia ou dos demais acionistas e investidores pelo acionista controlador”. A incorporação do referido código às normas da CVM está em audiência pública, nos termos do Edital de Audiência Pública SDM Nº 10/16.

29. Na mesma linha, foi criado o Estatuto das Empresas Estatais (Lei nº 13.303, de 2016), que, em seu art. 6º, determina que a sociedade de economia mista “deverá observar regras de governança corporativa, de transparência e de estruturas, práticas de gestão de riscos e de controle interno, composição da administração e, havendo acionistas, mecanismos para sua proteção”, e, em seu art. 14, estabelece que o acionista controlador da sociedade de economia mista “deverá preservar a independência do

Conselho de Administração no exercício de suas funções”.

30. Além disso, o referido estatuto também proibiu a indicação para o Conselho de Administração e Diretoria representantes do órgão regulador ao qual a sociedade de economia mista está sujeita, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado, de Secretário Municipal, de dirigente estatutário de partido político, de titular de mandato no Poder Legislativo, dentre outras vedações, buscando afastar ao máximo eventual influência política nos órgãos decisórios das companhias (art.17, §2º).

31. Como se vê, as atenções estão voltadas para as sociedades estatais e seus correspondentes acionistas controladores que, repita-se, devem orientar as atividades sociais em harmonia com os interesses dos demais acionistas, não podendo pautar sua atuação em desrespeito ao capital privado, sob pena de responsabilização.

32. Feitos estes comentários e retornando ao caso concreto, impõe-se afirmar, desde logo, que a Acusação não conseguiu reunir elementos suficientemente aptos a comprovar a responsabilidade da União no presente processo.

33. A Lei 6.404, de 1976, atribuiu distintas responsabilidades para administradores e controladores de uma companhia, no que se refere especificamente à realização de operações entre partes relacionadas, matéria objeto deste processo.

34. O art. 245 da Lei das S/A estabeleceu que “os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo”. No tocante à responsabilidade dos acionistas controladores, a referida lei reservou a alínea “f” do §1º do art. 117 para tratar do tema, ao dispor que o acionista controlador responde pelos danos causados por contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas.

35. O Colegiado da CVM delimitou os contornos destas responsabilidades no recente julgamento do PAS CVM nº RJ2012/11199, de 22.3.2016, cujos trechos do voto proferido pelo Diretor-Relator Pablo Renteria estão transcritos a seguir:

“14. Neste tocante, o que se verifica é que a Lei nº 6.404/1976 submeteu administradores e controladores a responsabilidades distintas no que diz respeito à realização de operações entre a companhia e sociedades integrantes do mesmo grupo econômico.

15. De uma parte, em atenção ao disposto no art. 245, cumpre aos administradores zelar para que essas transações sejam equitativas. Ou seja, devem agir com especial diligência, adotando, durante o processo decisório, medidas aptas a resguardar os interesses da companhia frente

ao risco de favorecimento do controlador.

16. Este Colegiado já esclareceu, a propósito, que “as operações entre controlador e controlada colocam um ônus muito maior sobre os administradores envolvidos, (...). Todo o cuidado e diligência que se exige dos administradores em condições normais deve ser redobrado em negócios entre partes relacionadas (...)”³⁴⁸.

17. Dada a natureza eminentemente procedimental desse dever, a conduta dos administradores se presta perfeitamente ao tipo de escrutínio levado a cabo pela SEP nos autos deste processo, que, como visto, centra-se no modo de condução da negociação que antecedeu à contratação. Incumbe então à CVM avaliar as medidas adotadas pelos administradores para assegurar o equilíbrio da operação, tendo em conta as circunstâncias do caso concreto – em especial a relevância do negócio para a companhia e o tempo de que dispunham os administradores para tomar a decisão.

18. De outra parte, em consonância com o disposto no art. 117, §1º, alínea “f”, o controlador não pode abusar de sua autoridade sobre a administração para contratar com a companhia em condições não equitativas. Extrai-se do texto normativo que a análise da CVM, neste caso, há de ser substancial, configurando-se o abuso apenas mediante a demonstração de que a transação foi lesiva para a companhia³⁴⁹. Ainda que o processo de negociação que levou à contratação não tenha sido conduzido a contento, o controlador deve ser responsabilizado apenas se restar comprovado que os termos do contrato o favoreceram em detrimento da companhia.

19. A isso se poderia objetar que seria mais justo tratar o controlador do mesmo modo que os administradores, tendo em vista a influência que ele é capaz de exercer na condução dos negócios da companhia. Nessa direção, poderia aventar-se a possibilidade de responsabilizá-lo por eventuais falhas verificadas no processo de negociação, com base no parágrafo único do art. 116, sob a alegação de que se trata de modalidade de abuso diversa daquela prevista no art. 117, §1º, alínea “f”.

20. Tal posição, contudo, não me parece correta, uma vez que confunde perigosamente as funções desempenhadas pelos administradores com aquelas do controlador. Isto porque, no regime jurídico adotado pela Lei nº 6.404/1976, compete à administração, e em particular à diretoria, conduzir o processo de negociação que precede a contratação, em nome

348 Voto condutor da Pres. Maria Helena Santana, PAS CVM nº 25/2003, Rel. Dir. Eli Loria, julgado em 25.3.2008.

349 Como, aliás, amplamente reconhecida na doutrina pátria. V., por todos, Nelson Eizirik, A Lei das S/A Comentada, vol. 4, São Paulo: Quartier Latin, 2015, 2ª ed., p. 249.

da companhia, com terceiros. E por isso mesmo, caso sejam identificadas falhas nesse processo, cumpre aos administradores, nos limites de suas atribuições, responder pelas consequências daí decorrentes.

21. Ademais, a responsabilização do controlador teria o efeito indesejável de incentivá-lo a intervir nas negociações realizadas pela companhia, pois, sendo responsável, é mesmo de se esperar que tenha participação ativa nesse processo.

22. Parece-me, portanto, que se estaria dessa maneira caminhando na contramão das melhores práticas de mercado, estimulando-se a interferência do controlador na contratação com sociedade integrante do mesmo grupo econômico, quando o mais adequado, do ponto de vista da governança, é que se abstenha de qualquer ingerência, permitindo que a administração conduza a operação com plena independência.

23. É em vista disso que me parece especialmente importante que a CVM delimite, com clareza, os deveres e responsabilidades que tocam ao controlador, de modo a evidenciar que a condução do processo de negociação compete aos administradores, que não podem eximir-se do dever de zelar pela equidade da operação realizada com sociedade do mesmo grupo econômico, nem mesmo sob a alegação de que agiram sob a direção do controlador.”

36. Deste modo, compete à administração, e em particular à diretoria, conduzir o processo de negociação que precede a contratação, em nome da companhia, com terceiros (artigos 138 e 139), e, caso sejam identificadas falhas nesse processo, cumpre aos administradores, nos limites de suas atribuições, responder pelas consequências de seus atos comissivos ou omissivos em face de seus deveres estabelecidos nos artigos 153 a 157 da Lei nº 6.404, de 1976.

37. Como os administradores são os responsáveis diretos pela condução dos negócios de uma companhia, não se pode atribuir automaticamente responsabilidade ao acionista controlador quando os administradores violem os seus deveres, visto que as companhias possuem administração independente e com autonomia de gestão. Com efeito, tal caracterização depende da identificação do grau de influência do acionista controlador na administração da companhia ou no desfecho de determinado negócio, ou ainda do momento a partir do qual a não interferência do acionista controlador em relação a assunto relevante para a companhia é reprovável em face de seus deveres estabelecidos nos art. 116 e 117 da Lei nº 6.404, de 1976.

38. No que se refere a este último aspecto, deve-se admitir a dificuldade em se caracterizar precisamente o momento a partir do qual a omissão do acionista controlador é repreensível, pois, como já dito, cabe aos administradores à condução do dia a dia da companhia. A CVM já enfrentou essa questão no julgamento do PAS CVM nº

RJ2012/1131, julgado em 26.5.2015, ao considerar irregular a atuação do Estado de São Paulo, na qualidade de acionista controlador da Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. (“EMAE”), em relação a operações realizadas entre a EMAE e a Companhia de Saneamento do Estado de São Paulo – Sabesp (“Sabesp”), outra companhia por ele controlada.

39. Segundo restou comprovado, o Estado de São Paulo deixou de atender os interesses dos demais acionistas da EMAE ao permanecer inerte durante vários anos em face da relação desvantajosa em que se encontrava a EMAE, devido à captação gratuita de águas pela Sabesp sem que houvesse qualquer compensação à EMAE pela retirada de águas, mesmo após ser instado pela administração da EMAE para resolver o impasse entre as companhias.

40. A primeira circunstância a enfraquecer a tese acusatória de que a União teria se omitido diante da inadimplência da Amazonas Energia diz respeito à atuação proativa da administração da Petrobras em resolver a pendência financeira com a sociedade sob controle comum.

41. Os documentos constantes dos autos revelam que os impactos da dívida da Amazonas Energia e o status de negociação já em trâmite com a devedora vinham sendo amplamente discutidos no âmbito da Diretoria Executiva, do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal da Petrobras (fls. 63 a 86).

42. A partir desses documentos, infere-se que em março de 2014 já existia proposta de negociação da dívida da Eletrobras junto a Petrobras, com base em valor atualizado até 31.12.2013, para pagamento em 84 vezes e com atualização pela Taxa SELIC³⁵⁰, conforme solicitação de aprovação constante do Documento Interno Petrobras (DIP) Finanças nº 65, de 7.3.2014. Observa-se que tais condições muito se assemelham àquelas ao final acordadas entre as partes em dezembro de 2014.

43. Ressalta-se, ainda, o extrato da ata da reunião do Conselho Fiscal realizada em 29.8.14, onde se consignou a solicitação de aprovação da avaliação do crédito do Sistema Eletrobras e das alternativas existentes para o tratamento da dívida junto à Petrobras³⁵¹, bem como a ciência das proposições contidas no DIP Finanças nº 165, de 8.7.2014, dentre as quais a postergação, para 1º de agosto, da decisão de envio de Notificação Extrajudicial para a Amazonas Energia requerendo o reforço de garantia que pudesse ser negociada no mercado financeiro (monetizada) nos termos do Contrato celebrado entre a Petrobras e a Cigás. O assunto foi novamente pautado em reunião do Conselho Fiscal realizada em 26.9.2014, por meio do DIP Finanças nº 179, de 1.8.2014, referente às providências para cobrar os valores e evitar a prescrição do crédito.

44. No âmbito do Conselho de Administração, vale destacar a reunião realizada em 8.8.2014 (Ata às fls. 68/71), ocasião em que se registrou que a Diretoria da Petrobras não se sentia autorizada a determinar a paralisação do suprimento de gás natural, por

350 Segundo registrado no extrato da ata da reunião do Conselho Fiscal realizada em 25.4.14.
351 DIP AFIN 84/2014, de 20.6.2014.

mais que fosse justificado financeiramente ou comercialmente. Isso porque, naquele momento, a Petrobras respondia pelo suprimento de energia do Estado do Amazonas e qualquer descontinuidade nesse fornecimento poderia “comprometer a segurança energética nacional”.

45. Nessa reunião, o presidente da Petrobras Distribuidora S.A. (“Petrobras Distribuidora”), que participou como convidado, atualizou as informações relativas às tratativas de pagamento das dívidas vencidas do Sistema Eletrobras (R\$1.452 milhões), comunicando ainda o que se segue:

- a) O recebimento de carta da Eletrobrás em 31.7.2014, por meio da qual manifestou a impossibilidade, naquela data, de cumprir o pagamento de R\$452 milhões à vista, bem como o pagamento parcelado do saldo restante, posto que ainda estava aguardando o fechamento de empréstimo com o Governo;
- b) A remessa de carta à Eletrobrás em 31.7.2014, informando que a Petrobras Distribuidora passaria a exigir pagamento antecipado pelos fornecimentos a partir de 1.8.2014;
- c) A Petrobras Distribuidora decidiu não cortar todos os fornecimentos à Amazonas Energia para não provocar o desabastecimento de energia elétrica na Amazônia, porém limitá-lo a um valor de R\$30 milhões; e
- d) Os fornecimentos ao Sistema Eletrobrás na Amazônia vinham há longo tempo sendo feitos sem contrato formal, mas em 2013 a Petrobras venceu licitação para a continuidade dos fornecimentos, que seriam objeto de contrato já pronto para assinatura. Tal contrato conteria cláusula estabelecendo que a suspensão de fornecimento somente poderia ocorrer após três meses de inadimplência.

46. Restou ainda consignado na ata da reunião os seguintes esclarecimentos:

- a) Em 4.8.2014, a Diretoria Executiva da Petrobras decidiu enviar, em 11.8.2014, Notificação Extrajudicial para a Amazonas Energia e a Cigás, como devedoras principais, e para a Eletrobras, como fiadora, para: (i) pagamento integral dos valores inadimplidos com a Petrobras; ou (ii) apresentação de nova proposta de parcelamento dos valores inadimplidos, desde que acompanhada de garantia monetizável no mercado financeiro, e aceita pela Petrobras; e (iii) em caso de não atendimento dos itens (i) e (ii) acima até 25.9.2014, a Petrobrás suspenderia o fornecimento do gás (cláusula 15.1 e subitens do Contrato) e cobraria o débito em juízo. A Diretoria Executiva decidiu ainda submeter a matéria ao Conselho de Administração;
- b) A orientação do Conselho de Administração fazia-se necessária em face das implicações de uma decisão a respeito do assunto;
- c) A alternativa aventada pela Diretoria Executiva, referente ao pagamento

integral dos valores inadimplidos com a Petrobras, seria improvável e muito rigorosa;

d) Na hipótese da apresentação de nova proposta de parcelamento dos valores inadimplidos, a Petrobrás usaria a garantia monetizável para levantar dinheiro no mercado, a fim de reduzir a exposição da Companhia com o Sistema Eletrobras. Todavia, tal alternativa esbarraria na condição em que se encontrava a Eletrobras que não a permitiria oferecer garantias monetizáveis; e

e) Aventou-se a possibilidade do pagamento parcelado, com prazo razoável e garantia do Tesouro, ao invés de garantia da Eletrobras.

47. Ao final, o Conselho de Administração decidiu enviar a Notificação Extrajudicial para a Amazonas Energia e a Cigás, como devedoras principais, e para a Eletrobras, como fiadora, para: (i) pagamento integral dos valores inadimplidos com a Petrobras; ou (ii) apresentação de nova proposta de parcelamento dos valores inadimplidos, desde que acompanhada de garantia monetizável no mercado financeiro, e aceita pela Petrobras. Orientou, ainda, que fossem tomadas as medidas cabíveis para resguardar os interesses da Petrobras na hipótese do não atendimento dos itens (i) e (ii) acima (fls. 68/69).

48. Em 11.12.2014, a Diretoria Executiva da Petrobras, com base no DIP Finanças nº 277, de 5.12.2014, aprovou, dentre outros, a celebração do Instrumento de Confissão de Dívida com a Amazonas Energia; a celebração de Contrato de Garantia entre a União e a Amazonas Energia, com a interveniência da Petrobras; e a celebração de carta compromisso entre a Petrobras e a Eletrobras.

49. Como visto acima, as tratativas referentes à negociação da dívida com a Amazonas Energia já ocorriam no âmbito dos órgãos sociais da Petrobras, pelo menos, desde março de 2014, tendo a administração da Petrobras ao longo deste período discutido as medidas a serem tomadas com vistas à satisfação de seu crédito, bem como avaliado as implicações de uma decisão a respeito do assunto, notadamente o risco proveniente de eventual interrupção do suprimento de energia no Estado do Amazonas.

50. Assim, pelo teor das discussões havidas nos órgãos sociais da Petrobras, não se pode afirmar que os administradores da Companhia ficaram inertes em face da dívida com a Amazonas Energia.

51. Outra circunstância do caso concreto que parece não ter sido bem avaliada pela Acusação refere-se à conclusão de que a novação de dívida foi financeiramente desvantajosa para a Petrobras, na medida em que a taxa de desconto da dívida da Amazonas Energia deveria necessariamente ter sido superior à SELIC, dado que o risco de crédito da Amazonas Energia e de sua controladora Eletrobrás era superior ao da União. No entender da Acusação, a nova dívida possuiria valor presente líquido inferior aos R\$3,26 bilhões da dívida substituída, que seria líquida e exigível em dezembro de 2014.

52. Tal raciocínio não se aplica no presente caso porque os administradores da Petrobras não estavam, naquele momento, avaliando novas opções de investimentos, oportunidade em que comumente valores presentes líquidos dos potenciais projetos de investimentos são comparados para respaldar uma decisão racional da aplicação dos recursos, mas, pelo contrário, eles buscavam reaver recursos da Companhia por meio de uma negociação de dívida. Nestas circunstâncias, a decisão sobre quais são as melhores condições para a repactuação deve considerar outros aspectos que vão além da análise do maior retorno possível para o capital, pois esta decisão depende especialmente da capacidade de pagamento do inadimplente, que, por óbvio, já se encontra em situação financeira difícil para honrar os termos inicialmente pactuados.

53. Ademais, a análise sobre o valor presente líquido empreendida pela SEP esbarra no limite de atuação da CVM em casos semelhantes, pois compete à Autarquia, no exercício das atribuições que lhe foram conferidas pela Lei nº 6.385, de 1976, o dever de avaliar o processo que levou até a decisão da administração. Não cabe ao regulador colocar-se no lugar do administrador e determinar qual deveria ter sido o desfecho ideal para determinado negócio, pois, conforme posição já consolidada no âmbito desta Autarquia³⁵², não compete à CVM adentrar no mérito da decisão, aplicando-se às circunstâncias a regra da decisão negocial (*business judgment rule*)³⁵³.

352 É o que se extrai, por exemplo, do voto proferido pela Diretora-Relatora Maria Helena Santana no PAS CVM nº RJ2005/0097, julgado em 15.3.2007: “Antes de concluir, gostaria de comentar o que foi utilizado pela SEP como razão principal para caracterizar o cometimento de todas as infrações que entendeu serem imputáveis aos indicados neste processo. Foi considerado pela área técnica que os títulos adquiridos pela TCO contavam com garantias insuficientes, dadas as informações constantes dos autos a respeito da situação econômico-financeira de seus emissores. Em minha análise, não considere essa motivação, nem entendo que isso tenha feito falta, para chegar às conclusões que proponho. Mas, mais que isso, creio que considerações sobre o mérito de decisões de negócio, em geral, extrapolam o papel do regulador, em sua tarefa de revisão da legalidade dos atos dos administradores de companhia aberta. O regulador deve evitar que sua eventual avaliação seja fator que influencie a análise sobre a legalidade da atuação dos administradores, pois pode observar as decisões tomadas por eles em condições de certa forma mais favoráveis, e sem dúvida bastante distintas das que enfrenta o gestor na hora de fazer escolhas. O gestor de companhia lida com restrições de tempo e de recursos que o levam a dedicar mais ou menos tempo a certas decisões, a realizar estudos mais ou menos aprofundados em cada caso, e isso faz parte de suas responsabilidades. Além disso, ele certamente dispõe de dados que não estão disponíveis para o regulador, os quais considera em suas decisões. Mas a análise da CVM sobre determinado ato de gestão conta com uma grande vantagem, que não seria justo permitir que fosse usada em prejuízo dos administradores: ela é feita de posse da informação sobre o resultado que o ato acarretou. Se a revisão da legalidade de atos de administração, portanto, puder avançar em aspectos do mérito das decisões, estaremos correndo o risco de reduzir o dinamismo de nossas companhias abertas, pois estará sendo incentivada uma postura extremamente avessa ao risco por parte dos seus administradores.” Vide, dentre outros, os seguintes PAS: 25/2003 (julgado em 25.3.2008), 8/2005 (julgado em 12.12.2007), 21/2004 (julgado em 15.5.2007) e 9/2003 (julgado em 25.1.2006).

353 BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 107 e 108. “A business judgment rule é dos temas mais importantes que permeiam o regime de responsabilidade dos administradores de companhias. Como se viu, um dos principais desafios enfrentados pelo legislador ao estabelecer este regime é encontrar o equilíbrio ideal entre (i) a necessária prevenção de eventuais abusos da posição de confiança detida por diretores e conselheiros perante as companhias e (ii) a também necessária liberdade e discricionariedade que eles devem ter para gerir os negócios sociais. Se é verdade que administradores devem responder por danos que causarem ao patrimônio de companhias de forma culposa ou dolosa, também é verdade que a atividade por eles executada está sujeita a erros cometidos sem culpa que podem prejudicar essas sociedades. Caso se permita a responsabilização de diretores e conselheiros por esses erros, profissionais conscientes e capazes não se aventurarão em cargos de administração de companhias. Temendo sua responsabilização, aqueles poucos que ainda remanesceriam evitariam a tomada de riscos, que é essencial para a consecução de lucros, como exposto no primeiro capítulo deste trabalho. Também não seria surpreendente se acionistas insatisfeitos com a gestão, mas sem participação societária suficiente para substituir os administradores, passassem a ajuizar ações contra eles. Dessa forma, mesmo com pouca expressividade no capital social, passariam a intervir indevidamente no mérito dos atos de gestão, que cabem aos diretores e conselheiros, e não aos sócios. É bom lembrar, nesse sentido, que juízes não são administradores e, por isso, não são os mais indicados para analisar o mérito

54. Ainda sobre o tema, cabe registrar que a própria Acusação não atribuiu responsabilidade aos administradores da Petrobras pelo processo decisório que culminou com a repactuação da dívida com a Amazonas Energia, conforme consta do item 47 do Termo de Acusação. Desta maneira, muito embora tenha sido imputada conduta omissiva ao acionista controlador pelo resultado da repactuação, a Acusação concluiu não dispor de provas suficientes de que os administradores faltaram com o dever de zelar pela equidade da negociação com sociedade sob controle comum.

55. Não obstante, e examinando objetivamente os termos da repactuação, tampouco é possível afirmar com a convicção demonstrada pela Acusação que as condições estipuladas pela renegociação entre a Petrobras e a Amazonas Energia foram de fato desvantajosas para a Petrobras.

56. Como já exposto no relatório, o Instrumento de Confissão de Dívida com a Amazonas Energia foi celebrado em 31.12.2014 e importou no reconhecimento pela devedora da dívida no valor de R\$3,26 bilhões em favor da Petrobras, referente ao fornecimento de gás entre fevereiro de 2013 e novembro de 2014, corrigido e atualizado até 05.12.2014³⁵⁴. A Amazonas Energia comprometeu-se a liquidar a dívida em 120 prestações mensais e consecutivas (vencendo a primeira em 20.2.2015), atualizadas pela Taxa SELIC.

57. Registre-se que tais condições são muito semelhantes àquelas que já eram negociadas pela Petrobras com a Eletrobras desde, ao menos, março de 2014, como se verifica da leitura dos atos societários antes mencionados e, segundo a Defesa, eram exatamente as mesmas previstas no contrato original e as que seriam provavelmente obtidas caso se optasse pela via judicial.

58. Além disso, a presunção a respeito da liquidez e certeza do crédito detido pela Petrobras em face da Amazonas Energia utilizada para a Acusação afirmar que a Companhia deveria ter ingressado com uma ação judicial, ao invés de repactuar a dívida, foi bastante diminuída com a informação de que o fornecimento de gás entre as companhias se deu sem a existência de um contrato formal até 2013, conforme consta do extrato da ata da reunião do Conselho de Administração da Petrobras às fls. 71 e 72.

59. A própria área técnica da Petrobras tinha dúvidas a respeito da liquidez e certeza da dívida originária, dando a entender que a cobrança, possivelmente, dar-se-ia por meio de uma ação ordinária de conhecimento, tendo em vista que somente em 2013 fora realizada licitação para o fornecimento de gás à Amazonas Energia, consoante descrito às fls. 58 e 59.

da atuação desses profissionais. Não seria justo nem razoável, portanto, que eles ditassem como administradores deveriam ter agido para evitar prejuízos. Sua análise, então, deve se ater apenas à legalidade do procedimento decisório. Nesse contexto, ao definir e limitar as hipóteses em que administradores responderão pessoalmente pelos danos que causarem à sociedade anônima quando da tomada de decisões negociais, é a *business judgment rule* o instrumento que contribui da maneira mais consistente para que o regime de responsabilidade dos administradores esteja o mais em linha possível com a realidade da administração de companhias”.

354

A dívida originária era R\$2,94 bilhões (fls. 20v).

60. Com efeito, a partir da renegociação da dívida, a Petrobras passou a contar com um título executivo extrajudicial apto a amparar ação autônoma de execução, ao passo que antes disso o direito da Companhia sobre aqueles créditos parecia mais incerto, vez que dependeria de uma ação ordinária de cobrança.

61. Acrescente-se que a repactuação também estabeleceu que a União prestaria “garantia fidejussória irrevogável e irretratável” vinculada à contragarantia que deveria ser outorgada à União pela Eletrobras e pela Amazonas Energia até 15.2.2015, caso contrário, passaria a Eletrobras à condição de fiadora e devedora solidária da dívida (cláusulas segunda e quarta). Nesse aspecto, a Acusação salienta que, por ocasião da novação da dívida, a única garantia existente era aquela pessoal prestada pela Eletrobras, pois a possível garantia da União dependia ainda da sua efetiva prestação até 15.02.2015, o que acabou não acontecendo, acrescentando que tampouco haveria à época garantia real, uma vez que o Contrato de Penhor em Garantia³⁵⁵ só foi celebrado em março de 2015.

62. A existência de uma garantia “monetizável” era uma preocupação da Petrobras, tanto que a celebração do acordo, embora aventada desde o início do ano de 2014, vinha esbarrando na necessidade do reforço da garantia prestada pela Eletrobras. Aliás, por essa razão que se sugeriu a interferência do Tesouro Nacional, conforme demonstram especialmente a ata da reunião do Conselho de Administração realizada em 8.8.2014 e o extrato da ata da reunião do Conselho Fiscal realizada em 29.8.14.

63. A concessão de garantia pela União, por sua vez, não se opera de imediato, na medida em que requer a observância de requisitos legais, notadamente aqueles previstos na Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101, de 2000), incluindo os limites e as condições estabelecidos pelo Senado Federal por meio da Resolução nº 48, de 2007³⁵⁶. Inclusive, a necessidade do cumprimento desses requisitos foi ressaltada pela Procuradoria Geral da Fazenda Nacional, por ocasião da análise das minutas contratuais, conforme exposto na Nota PGFN/CAF/Nº 660/2015 (fls. 48/49).

64. De fato, no caso concreto, a garantia fidejussória a ser prestada pela União não se concretizou na data prevista, porém, por motivo imputado à própria Petrobras, que, na data da celebração dos instrumentos contratuais, encontrava-se inscrita no cadastro informativo de créditos não quitados do setor público federal – CADIN³⁵⁷. E, como disposto no art. 10 da Resolução do Senado Federal acima referida, a União só pode prestar garantia a quem comprove o adimplemento quanto ao pagamento de tributos, empréstimos e financiamentos devidos à União, bem como quanto à prestação de contas de recursos anteriormente dela recebidos.

³⁵⁵ Para maiores detalhes, ver item 57.

³⁵⁶ Dispõe sobre os limites globais para as operações de crédito externo e interno da União, de suas autarquias e demais entidades controladas pelo poder público federal e estabelece limites e condições para a concessão de garantia da União em operações de crédito externo e interno.

³⁵⁷ Segundo relatado na Carta Presidência 005/2015, de 14.1.2015, referente à “Dívida do Sistema Eletrobras com o Sistema Petrobras”, enviada pela Petrobras ao Ministro Chefe da Casa Civil, com cópia para os Ministros de Estado da Fazenda e de Minas e Energia (fls. 90/92).

65. Em vista disso, novamente a Petrobras buscou uma solução para a questão, suscitando junto às autoridades governamentais apoio para a implementação dos termos já acordados entre as partes, consoante a Carta Presidência 005, de 14.1.2015, enviada pela Petrobras ao Ministro Chefe da Casa Civil, com cópia para os Ministros de Estado da Fazenda e de Minas e Energia (fls. 90/92).

66. Nesse contexto é que, em 3.3.2015, os representantes do Tesouro Nacional, do Ministério de Minas e Energia, da Petrobras, da Eletrobras e da Amazonas Energia reuniram-se e acordaram que, em substituição à garantia da União, seria celebrado Contrato de Penhor em Garantia por meio do qual seriam penhorados em favor da Petrobras os créditos detidos pela Amazonas Energia junto ao fundo setorial da Conta de Desenvolvimento Energético (“CDE”)³⁵⁸.

67. Tais créditos originavam-se dos “Contratos de Confissão de Dívida da CDE”, celebrados entre a Amazonas Energia e a CDE com o objetivo de repactuar a dívida desta última perante aquela companhia, referente ao atendimento ao serviço público de distribuição de energia elétrica nos Sistemas Isolados, nos termos do art. 3º da Lei nº 12.111, de 2009, conforme autorizado pelo Decreto nº 8.370, de 10.10.2014.

68. Logo em seguida, em 23.3.2015, a Amazonas Energia e a Petrobras celebraram o Contrato de Penhor em Garantia, no valor de R\$851,4 milhões, posteriormente aumentado para R\$2,1 bilhões, remanescendo a Eletrobras como fiadora e devedora solidária exclusivamente quanto ao montante restante da dívida (R\$1,11 bilhão).

69. Diante do exposto, não se vê, ao contrário do que sustenta a Acusação, qualquer desvantagem pelo fato de o Instrumento de Confissão de Dívida ter sido assinado quando ainda não havia sido efetivada a garantia fidejussória da União, que, como visto, não poderia ser prestada de imediato, por depender do cumprimento de requisitos legais estabelecidos na Lei de Responsabilidade Fiscal e em Resolução do Senado Federal. Aliás, a garantia fidejussória não foi ao final concedida exatamente pelo descumprimento de um desses requisitos, visto que a Petrobras encontrava-se à época inscrita no CADIN.

70. Resta, assim, que a Petrobras tomou as providências que lhe aparentavam cabíveis para fins de obter a garantia pretendida e assegurar o pagamento da dívida no caso de inadimplemento da devedora. Afinal, tão logo cientificada da impossibilidade da prestação da garantia inicialmente aventada, encaminhou correspondência às autoridades competentes para fins de sanar a questão, o que de fato ocorreu no curto período de dois meses.

71. Destes fatos também não se verifica a existência de provas hábeis a demonstrar uma ingerência da União, como acionista controladora da Petrobras, no processo de tomada de decisão pelos administradores. No caso concreto, não há provas de que a participação dos representantes do Ministério da Fazenda e do Ministério de Minas e Energia caracterizou uma participação direta da União no processo da decisão negocial, como supõe a Acusação. Como destacado pela Defesa, estas participações

358

Informação prestada pelo DRI da Petrobras à fl. 60.

restringiram-se às discussões referentes à concessão da garantia pela União (Tesouro Nacional). E, como visto acima, a existência de garantia “monetizável” era uma preocupação da Petrobras, na condição de credora, no intuito de resguardar os interesses da companhia no caso de inadimplência da devedora.

72. Admitir tal ingerência do controlador no processo de decisão negocial, em verdade, pressupõe uma influência sua sobre os administradores, que, por sua vez, têm o dever de atuar de forma a lograr os fins e no interesse da companhia, não podendo, ainda que para a defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres, conforme preceitua o art. 154 da lei nº 6.404, de 1976. Em outras palavras, corolário da ingerência indevida do acionista controlador na administração de uma companhia é a responsabilização dos administradores por desvio de finalidade. Neste particular, repise-se que a própria Acusação não atribuiu responsabilidade aos administradores da Petrobras, conforme consta do item 47 do Termo de Acusação.

73. Ainda de acordo com a Acusação, a União teria se beneficiado duplamente, tendo em vista que teria havido, pelos termos desvantajosos da repactuação, uma transferência de “valor” entre sua controlada direta (Petrobras) para a sua controlada indireta (Amazonas Energia), na qual detinha maior participação acionária, bem como um benefício pelo fato de não precisar transferir imediatamente recursos para os Fundos Setoriais (CDE) que seriam utilizados para o pagamento da dívida originária.

74. Contudo, os elementos constantes dos autos não permitem concluir que a União, na condição de controladora da Petrobras, tenha orientado a Companhia em seu exclusivo interesse, em prejuízo dos demais acionistas. Mais que isso, a Acusação não logrou comprovar que a repactuação realizada com a Amazonas Energia tenha sido de fato lesiva para a Petrobras.

75. Como se vê, a situação que se apresenta é bastante diferente daquela verificada nos autos do já mencionado PAS CVM nº RJ2012/1131, em que o Estado de São Paulo foi condenado por ter-se omitido em relação a transações entre a EMAE e Sabesp. A EMAE não recebia qualquer valor em compensação pelo uso da água, e o controlador, mesmo diante das provocações por parte da administração da EMAE e da situação de prolongada fragilidade financeira da companhia, manteve uma postura intencionalmente passiva em relação ao dever previsto no art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404, de 1976.

76. O que se depreende dos extratos das reuniões realizadas no âmbito da diretoria e dos conselhos fiscal e de administração da Petrobras é que a decisão sobre os termos da repactuação questionada pela Acusação foi tomada pela administração da Petrobras, nos limites de sua competência e sem ingerência indevida da acionista controladora.

77. Em verdade, os elementos constantes dos autos evidenciam que a União interveio quando instada pela administração da Petrobras, primeiro para fins de conceder a garantia fidejussória requerida e, posteriormente, para viabilizar a implementação dos termos já acordados entre as partes, a partir da substituição daquela garantia pelo

penhor dos créditos detidos pela Amazonas Energia junto à CDE. A participação da União, portanto, restringiu-se, de acordo com as provas carreadas aos autos, às discussões referentes à concessão da garantia, que, como visto, era uma preocupação da Petrobras, na condição de credora, no intuito de resguardar os interesses da Companhia no caso de inadimplência da devedora.

78. Diante de todo o exposto, voto pela absolvição da União Federal, da acusação de violação ao art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404, de 1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 07 de fevereiro de 2017.

Henrique Balduino Machado Moreira
Diretor-relator

Manifestação de voto do Diretor Pablo W. Renteria na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/10677 realizada no dia 07 de fevereiro de 2017.

Eu acompanho o voto do Relator, senhor Presidente.

Pablo W. Renteria
Diretor

Manifestação de voto do Presidente da CVM e da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/10677 realizada no dia 07 de fevereiro de 2017.

1. Eu também acompanho o voto do Diretor-Relator Henrique Machado, uma vez que os elementos nos autos não constituem prova suficiente para caracterizar a suposta infração ao art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404, de 1976 (“Lei 6.404”).

2. A meu ver, somente seria possível responsabilizar a União Federal (“União”) se restasse comprovado, no mínimo, um comportamento deliberadamente ativo ou passivo:

(i) com a finalidade de aceitar e perpetuar o inadimplemento da Amazonas Distribuidora de Energia S.A. (“Amazonas Energia”) que deu origem à dívida; ou

(ii) privilegiando, no contexto da repactuação de tal dívida, seu interesse próprio em detrimento da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras (ou “Companhia”) ou de seus acionistas.

3. É evidente que a inadimplência da Amazonas Energia gerou prejuízos à Petrobras durante o período em que houve a prestação de serviços de fornecimento de gás natu-

ral sem contrapartida.

4. O que não ficou evidente, contudo, foi que essa inadimplência tenha ocorrido por força de uma deliberada omissão da União. Não se comprovou a atuação intencional ou coordenada de representantes da União para que a Petrobras deixasse de adotar medidas para fazer cumprir as obrigações convencionadas nos contratos de distribuição.

5. Considerando que a Amazonas Energia é subsidiária integral da Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras, também controlada pela União, a acusação inferiu que a União teria feito uso da Petrobras, em uma ponta da operação, para se esquivar de custos maiores que lhe competiriam na outra ponta dessa transação.

6. Especialmente em transações envolvendo partes relacionadas, quando se pode vislumbrar interesses potencialmente conflitantes entre o acionista controlador e a companhia, suposições como essa não são inverossímeis.

7. Ocorre que, pelos autos, entendo não ser possível concluir, de forma segura, que isso tenha de fato ocorrido no presente caso.

8. O cenário possivelmente seria outro diante de indícios mais robustos para corroborar essa tese, tais como documentos, atas, e-mails ou mesmo relatos de envolvidos, no sentido de que representantes da União “acordaram”, ou “aceitaram”, a inadimplência da Amazonas Energia. Ou mesmo elementos apontando que a União ignorou ou minimou, de algum modo, a atuação de administradores e responsáveis por adotar medidas para sanar esse inadimplemento.

9. Nessas hipóteses, estaríamos diante de uma conduta altamente reprovável, não só configurando o exercício abusivo do poder de controle por parte da União (em infração ao art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404), mas também indo na contramão de todos os recentes movimentos voltados ao aprimoramento da governança das empresas estatais de capital aberto, como muito oportunamente lembrado pelo Diretor-Relator.

10. A propósito, em situação com características similares (PAS CVM nº RJ2012/1131, julgado em 26.05.2015), o Colegiado da CVM fixou entendimento de que o interesse público referido no art. 238 da Lei 6.404 em nada atenua o dever dos acionistas controladores de resguardar lealmente os interesses da companhia, em respeito aos demais acionistas³⁵⁹.

11. Ocorre que, naquele precedente, diferentemente do presente caso, restou comprovada uma postura intencionalmente omissa do Estado de São Paulo, ente estatal controlador, perpetuando uma situação em que os acionistas da Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. – EMAE (sua controlada) seguiram sofrendo prejuízos em decorrência de relação entre a EMAE e a Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo – Sabesp (também controlada pelo Estado de São Paulo), não obstante os diversos questionamentos dos administradores, conforme documentação acostada

359

CVM, PAS CVM nº RJ2012/1131, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 26.05.2015.

nos autos daquele processo.

12. Tratando mais especificamente da atuação da União na repactuação da dívida gerada pela inadimplência da Amazonas Energia, também não verifico a comprovação do ilícito apontado, por duas principais razões.

13. De um lado, pois é absolutamente possível que, em renegociações de dívida, discuta-se a redução de juros e mesmo a taxa de atualização dos valores envolvidos, considerando, dentre inúmeros fatores, a capacidade de pagamento do devedor e a perspectiva de recebimento do valor original.

14. De outro, porque a decisão negocial dos administradores em situações como essa apenas poderia ser contestada se ausentes os requisitos da já consolidada *business judgment rule*³⁶⁰ (isto é, se a decisão não fosse desinteressada, informada e refletida).

15. E essa segunda razão me leva a ponderar sobre outro pressuposto da tese acusatória: a presumida ingerência da União, controladora, sobre os administradores da Petrobras.

16. As figuras do administrador e do acionista controlador, em regra, não se confundem. E creio que as eventuais medidas para sanar a inadimplência da Amazonas Energia quanto para a própria repactuação da dívida se inserem, em tese, no âmbito de decisões negociais tomadas pelos administradores³⁶¹.

17. A conduta dos administradores, a quem cumpre observar os deveres fiduciários previstos nos artigos 153 e seguintes da Lei 6.404, poderia ter sido questionada, especialmente em face do longo período de inadimplência por parte da Amazonas Energia. Evidentemente, a eventual configuração de infração dependeria de uma análise da conduta dos administradores à luz de tais deveres e das circunstâncias fáticas presentes, inclusive considerando em que medida e como sua atuação pode ter sido guiada ou influenciada pela União. Entretanto, essa análise não compõe o escopo deste processo sancionador.

18. Assim, pelo exposto, inexistindo maiores evidências concretas de que os representantes da União interferiram nas decisões negociais dos administradores da Petrobras, e tendo em vista que não se logrou demonstrar, com a razoável certeza que se requer uma condenação, (i) como a União teria permitido o inadimplemento que deu origem à dívida, ou (ii) como a repactuação teria sido feita em seu benefício próprio em detrimento da Petrobras, entendo, em linha com o voto condutor, que a acusação de infração ao art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404 não merece prosperar.

É como voto.

360 Dentre tantos outros, cite-se o PAS CVM nº 21/2004, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 15.05.2007.

361 A respeito, aliás, como aponta o Diretor-Relator, este Colegiado recentemente manifestou o entendimento de que, especialmente em operações com potencial conflito de interesses, como aquelas envolvendo partes relacionadas, cabe à administração conduzir a transação com plena independência, não sendo desejável qualquer ingerência por parte do acionista controlador (CVM, PAS nº RJ2012/11199, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 22.03.2016)

Rio de Janeiro, 07 de fevereiro de 2017.

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente

Encerramento da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador
CVM nº RJ2015/10677 realizada no dia 07 de fevereiro de 2017.

Proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu pela absolvição da União Federal da acusação de suposta infração ao disposto no art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76, nos termos do voto do Diretor-relator.

Encerro a Sessão, informando que, com a entrada em vigor do Decreto nº 8.652/2016, a decisão absolutória transita em julgado na 1ª Instância, sem a interposição de recurso de ofício por parte da CVM.

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente

24.6. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/6635

Acusada: União Federal

Ementa: Impedimento de voto devido a conflito de interesses. Multa.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, em razão da relevância dos montantes envolvidos no caso concreto e dos consolidados precedentes desta casa em matéria de conflito de interesses, bem como dos antecedentes da União perante esta Autarquia, decidiu:

1. Aplicar à União Federal a pena de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), por votar pela renovação das concessões de distribuição e transmissão de energia elétrica de companhias controladas pela Eletrobrás, infringindo, dessa forma, o disposto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76.

A acusada punida terá um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do

Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538/2008, de 05 de março de 2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os *litis* consórcios tiverem diferentes procuradores.

Proferiu defesa oral o advogado Mauro Ribeiro Neto, representando a União Federal.

Presente a Procuradora-federal Julya Sotto Mayor Wellisch, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Luciana Dias, Relatora, Pablo Renteria, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 26 de maio de 2015.

Luciana Dias
Diretora-Relatora

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2013/6635

Acusada: União Federal

Assunto: Art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e sociedades de economia mista.

Relatora: Diretora Luciana Dias

Relatório

I. Objeto

1. Este processo administrativo sancionador foi instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“Acusação” ou “SEP”) em face da União Federal (“Acusada” ou “União”), a fim de apurar um suposto descumprimento do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

2. Segundo o Termo de Acusação elaborado pela SEP em 24.6.2013 (fls. 813-834), a União teria violado a disposição legal que trata do impedimento de voto por conflito

de interesses, ao votar em assembleia geral extraordinária da sua controlada Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras (“Eletrobras” ou “Companhia”), realizada em 3.12.2012 (“AGE”).

3. Naquela ocasião, a União votou favoravelmente à renovação de contratos de concessão de geração e transmissão de energia elétrica celebrados entre ela própria, enquanto poder concedente, de um lado, e sociedades controladas da Eletrobras, enquanto concessionárias, de outro³⁶².

II. Fatos

II.1. Incertezas sobre a renovação de concessões e sobre a forma de cálculo de indenizações devidas pela União

4. A Eletrobras é uma sociedade de economia mista de capital aberto que atua nos setores de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica³⁶³. A exploração econômica de tais atividades é feita por meio de concessões regidas pela Lei nº 8.987, de 1995, e pela Lei nº 9.074, também de 1995, esta última parcialmente alterada pela Lei 10.848, de 2004³⁶⁴.

5. Um número significativo das concessões do setor estava previsto para vencer até 2017, sem que houvesse normas dispondo sobre sua eventual renovação. Dentre as várias concessionárias prejudicadas com a incerteza sobre a renovação das concessões, a Eletrobras era a mais afetada: a questão envolvia 47,7% de seus ativos de geração e 91,2% de seus ativos de transmissão³⁶⁵.

6. Além da incerteza sobre a renovação, havia outras dúvidas relacionadas ao fim de tais concessões. Uma delas dizia respeito ao valor da indenização devida pela União aos concessionários.

7. Os artigos 35 e 36 da Lei nº 8.987, de 1995, preveem que, no advento do termo final do contrato de concessão, os bens, direitos e privilégios transferidos ao concessionário reverterem ao poder concedente, que, no entanto, deve indenizar o concessionário pelos investimentos ainda não depreciados ou amortizados realizados com a finalidade de garantir a continuidade do serviço prestado.

8. O art. 23 dessa lei elenca as cláusulas essenciais do contrato de concessão, dentre as quais se encontra aquela relativa “aos critérios para o cálculo e a forma de pagamento

362 As controladas da Eletrobras em questão são: (i) FURNAS – Centrais Elétricas S.A.; (ii) Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A. – ELETRONORTE; (iii) Companhia Hidro Elétrica do São Francisco – CHESF; e (iv) Empresa Transmissora de Energia Elétrica do Sul do Brasil S.A. – ELETROSUL. Enquanto acionista controladora dessas sociedades, a intervenção da Eletrobras era requerida na celebração dos respectivos contratos de concessão.

363 De acordo com o item 7.3 da versão 11 do formulário de referência 2012 da Eletrobras, a capacidade instalada de geração da Companhia correspondia, à época, a 44,7% do total do país, ao passo que sua capacidade instalada de transmissão correspondia, também à época, a aproximadamente 53,2% do total do país. A geração de energia elétrica era o segmento mais relevante na composição da receita líquida da Companhia, seguida pela transmissão e pela distribuição de energia elétrica.

364 De acordo com o art. 21, inciso XII, alínea “b”; art. 22, inciso IV; e art. 175, todos da Constituição Federal.

365 De acordo com a proposta da administração para a AGE.

das indenizações devidas à concessionária” (inciso XI). No entanto, os contratos celebrados pelas controladas da Eletrobras continham uma cláusula padrão dispondo apenas que, quando da reversão de bens vinculados à prestação dos serviços, seriam procedidos “levantamentos e avaliações, bem como a determinação do montante da indenização devida à concessionária, observados os valores e a data de sua incorporação ao sistema elétrico”.

9. Diante dessa incerteza sobre a forma de cálculo da indenização devida ao final dos contratos de concessão, a Eletrobras, assim como outras companhias do setor, vinha depreciando e amortizando ativos de concessão com base nas taxas que constavam no manual de contabilidade do setor elétrico, aprovado pela ANEEL. A Companhia, que considerava o valor histórico de tais ativos e o vinha atualizando de acordo com esse manual, entendia que a indenização corresponderia ao saldo contábil remanescente³⁶⁶.

10. Um parecer jurídico externo solicitado pela administração da Eletrobras corroborava o entendimento de que a indenização corresponderia ao saldo contábil remanescente (“Parecer Externo”, às fls. 638-753). A Acusação lembra ainda que a União, devedora da eventual indenização, “sempre aprovou em assembleia as demonstrações financeiras [da Companhia], nas quais a posição da administração [sobre como calculá-la] havia sido colocada expressamente” (fl. 815)³⁶⁷.

II.2. A MP 579 e o fim da incerteza sobre a renovação das concessões e sobre a forma de cálculo das indenizações devidas pela União

11. Em 11.9.2012, foi editada a Medida Provisória nº 579 (“MP 579”), alterada pouco depois pela Medida Provisória nº 591, de 29.11.2012 (“MP 591”), e finalmente convertida na Lei nº 12.783, de 2013. Diversos outros atos normativos infralegais foram editados para regulamentar essas medidas provisórias.

12. Em sua versão original, a MP 579 determinava que os ativos de transmissão existentes em 31.5.2000 seriam considerados totalmente amortizados, independentemente da vida útil remanescente dos respectivos equipamentos (art. 15, §2º³⁶⁸). Com isso, os concessionários de transmissão não fariam jus a qualquer indenização pelos investimentos realizados em tais ativos. Essa presunção de amortização dos ativos de transmissão seria revertida pouco depois, em 29.11.2012, com a edição da MP 591. A MP 591, portanto, aumentando o valor da indenização devida pela União às controladas

366 A Acusação ressalta que “[o] próprio reconhecimento de um saldo contábil remanescente ao final do período de concessão já decorre do entendimento de que a Eletrobrás deveria ser indenizada por tais ativos. Do contrário, a amortização e a depreciação dos bens deveriam ser feitas integralmente no prazo de concessão, ainda que os bens tivessem vida útil superior” (fl. 815).

367 Além dos questionamentos sobre a forma de cálculo da indenização, havia dúvidas sobre quais investimentos não depreciados ou amortizados deveriam ser indenizados: se apenas os novos, realizados pelos concessionários para manutenção da prestação do serviço público, ou se também aqueles constantes dos projetos originais das concessões. A Acusação menciona essa controvérsia, mas – diferentemente do que se verifica em relação ao cálculo da indenização – não lhe atribui maiores implicações ao longo deste processo.

368 Em sua redação original, “§2º - Os bens reversíveis vinculados às concessões de transmissão de energia elétrica alcançadas pelo §5º do art. 17 da Lei nº 9.074, de 1995, existentes em 31 de maio de 2000, independentemente da vida útil remanescente do equipamento, serão considerados totalmente amortizados pela receita auferida pelas concessionárias de transmissão, não sendo indenizados ou incluídos na receita de que trata o caput”

da Eletrobras.

13. A MP 579 completou as já referidas lacunas normativas (i) sobre a renovação de concessões de geração e transmissão de energia elétrica com vencimento até 2017; e (ii) sobre a forma de cálculo da indenização devida pela União às concessionárias.

14. Pretendendo reduzir o custo de energia elétrica para o consumidor e ampliar a competitividade do setor produtivo³⁶⁹, a MP 579 reduziu alguns encargos setoriais e condicionou a renovação das concessões à aceitação de determinados termos pelos concessionários. Dentre tais termos, destacam-se (i) o fato de que a energia gerada sob o novo regime seria alocada ao mercado regulado e remunerada por tarifa especificada em portarias do Ministério das Minas e Energia³⁷⁰; e (ii) a antecipação das medidas propostas na MP 579, a critério do poder concedente, em até 60 meses do vencimento original dos contratos de concessão a serem renovados. O resultado prático dessas medidas é que as concessionárias que desejassem renovar suas concessões deveriam aceitar uma remuneração bastante inferior à que vinham fazendo jus e aderir desde aquele momento aos novos termos.

15. A tabela abaixo, elaborada pela Acusação a partir da proposta dos administradores da Companhia para a AGE, ilustra o impacto da renovação das concessões sobre as receitas da Eletrobras, em função das novas tarifas estabelecidas ao amparo da MP 579:

Ativos Afetados	Antes (R\$ milhões)	Após MP 579 (R\$ milhões)	Diferença absoluta (R\$ milhões)	Diferença percentual
Geração	6.697,9	1.693,0	-5.004,9	-74,7%
Transmissão	5.737,4	2.039,9	-7.777,3	-64,4%
TOTAL	12.435,3	3.732,9	-8.702,4	-70,0%

16. Quanto ao cálculo da indenização dos investimentos em bens reversíveis ainda não amortizados ou depreciados, a MP 579 determinou a utilização daquilo que denominou “valor novo de reposição” (“VNR”) – um método de cálculo definido a partir de informações prestadas pelas concessionárias ou obtidas em bancos de preços, que levava em consideração não os custos históricos dos bens, mas o seu valor de mercado por ocasião da edição da MP 579.

17. Os valores calculados pelo método do VNR eram substancialmente inferiores aos que, reconhecidos contabilmente pela Eletrobras, a administração da Companhia até então entendia que serviriam de base para a indenização. A tabela abaixo ilustra essa

369 De acordo com a Exposição de Motivos Interministerial nº 37/MME/MF/AGU, que fundamentou a edição da MP 579, a norma tinha como objetivo “viabilizar o custo da energia elétrica para o consumidor brasileiro, buscando, assim, não apenas promover a modicidade tarifária e a garantia de suprimento de energia elétrica, como também tornar o setor produtivo ainda mais competitivo, contribuindo para o aumento do nível de emprego e renda no Brasil”.

370 De acordo com a Lei nº 10.848, de 2004, os concessionários do serviço de geração a princípio poderiam vender a energia elétrica tanto no mercado regulado quanto no mercado livre – aquele com condições mais rígidas de remuneração (tarifa) e este com mais flexibilidade na determinação do valor da energia (preço). Com a adesão aos termos da MP 579, a energia elétrica gerada teria que ser alocada apenas para o mercado regulado.

diferença³⁷¹10:

Geração		Transmissão		Total	
Valor Contábil (R\$ milhões)	VNR (R\$ milhões)	Valor Contábil (R\$ milhões)	VNR (R\$ milhões)	Valor Contábil (R\$ milhões)	VNR (R\$ milhões)
13.226	5.897	18.590	18.395	31.817	24.292

18. A MP 579 determinava o emprego do VNR no cálculo das indenizações devidas a todas as concessionárias – tanto as que renovassem as concessões quanto as que decidissem aguardar o fim dos respectivos contratos.

II.3. A renúncia a direitos preexistentes como condição para a renovação das concessões

19. Além do impacto sobre sua receita futura, a renovação das concessões pressupunha que a Companhia renunciasse a quaisquer direitos preexistentes que contrariassem o disposto na MP 579 (art. 11, §4º, da MP 579³⁷²).

20. Os efeitos que essa renúncia teria sobre a Eletrobrás foram um dos aspectos analisados em um parecer interno da Companhia de 8.11.2012, elaborado antes da AGE e com base na versão original da MP 579 (i.e., antes de sua alteração pela MP 591), a fim de subsidiar a decisão sobre a renovação das concessões (“Parecer Interno”, às fls. 551-572).

21. A análise do Parecer Interno se concentrou sobre a impossibilidade de a Eletrobras, renovando as concessões sob os termos originais da MP 579, questionar judicialmente a já mencionada presunção de amortização dos ativos de transmissão, constante do art. 15, §2º, dessa norma.

22. O Parecer Interno ressalta que os contratos de concessão em questão haviam sido celebrados sob a Lei nº 8.987, de 1995, cujos artigos 35 e 36 garantem expressamente tal direito de indenização aos concessionários. Nesse sentido, o Parecer Interno argumentava que a MP 579 não poderia retroagir e alcançar relações jurídicas constituídas sob uma lei anterior, sob pena de incorrer em vício de inconstitucionalidade.

23. No entanto, ao renovar as concessões e, com isso, renunciar a direitos preexistentes, a Companhia acabaria abrindo mão da possibilidade de questionar a constitucionalidade dessa medida provisória e, portanto, de defender seu direito a ser indenizada por tais ativos³⁷³.

371 A tabela em questão foi elaborada pela Acusação a partir de informações prestadas pelos administradores da Companhia nos autos deste processo e já contempla as modificações introduzidas na MP 579 pela MP 591 (isto é, a reversão da presunção de amortização dos ativos de transmissão e o consequente aumento da indenização devida pela União).

372 “Art. 11, §4º - O contrato de concessão ou o termo aditivo conterão cláusula de renúncia a eventuais direitos preexistentes que contrariem o disposto nesta Medida Provisória”.

373 Nas palavras do Parecer Interno (fls. 556-557), a renúncia “alcançaria também a presunção contida no artigo 15, §2º, da MP nº 579/12 de que os ativos de transmissão existentes em 31 de maio de 2000 estejam totalmente amortizados,

24. O Parecer Interno aponta um segundo efeito que a renúncia associada à renovação poderia ter sobre a Companhia: inviabilizar também uma “discussão posterior quanto à metodologia de apuração do VNR, para fins de indenização” (fl. 557), e, portanto, prejudicar uma demanda da Eletrobras a favor do modo como a Companhia até então vinha calculando o montante devido pela União. Como se verá adiante, a renúncia a essa pretensão é o fundamento principal da acusação de impedimento de voto por conflito de interesses entre a União e a Companhia.

II.4. A AGE e a proposta da administração da Eletrobras

25. A diretoria da Eletrobras elaborou uma nota técnica comparando o valor presente líquido da opção de renovação e de não renovação das concessões (fls. 161-174). A conclusão, baseada em várias premissas, dentre as quais a do montante a ser recebido a título de indenização, foi a de que renovar antecipadamente as concessões seria mais vantajoso do ponto de vista financeiro³⁷⁴.

26. O conselho de administração convocou a AGE para deliberar sobre o tema, tendo recomendado a aprovação das renovações, embora tal recomendação não tenha constado do extrato da ata de reunião do conselho divulgado ao público. A recomendação estava baseada na nota técnica elaborada pela diretoria, que era o principal documento integrante da proposta aos acionistas³⁷⁵.

27. Embora a nota técnica elaborada pela diretoria fizesse menção ao Parecer Interno, a proposta da administração para a AGE não o incluía e, portanto, ele tampouco foi divulgado aos acionistas. A proposta também não trazia as informações exigidas pelo art. 8º da Instrução CVM nº 481, de 2009, que devem ser fornecidas quando a assembleia geral delibera assuntos de interesse de partes relacionadas à companhia aberta.

28. A União e as pessoas jurídicas ligadas a ela exerceram seu direito de voto na AGE. A renovação das concessões foi aprovada, com 850.220.669 votos favoráveis e 61.590.353 votos contrários (fl. 624). Quase a totalidade dos votos favoráveis foi proferida pela União, pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (“BNDES”) e

não fazendo jus à indenização de qualquer ordem [sic].

Nesse prisma, é preciso destacar que os contratos de concessão em tela foram celebrados à luz da Lei nº 8.897/95, que prevê, no seu art. 36, que os bens reversíveis, ainda não amortizados ou depreciados, que tenham sido realizados com o objetivo de garantir a continuidade e a atualidade do serviço concedido, deverão ser indenizados. Logo, observamos que há um aparente conflito intertemporal de normas. Em regra, as leis são elaboradas para valer no futuro. No entanto, a problemática surge quando uma lei nova modifica outra sob cuja égide já haviam se formado relações jurídicas [...]. Ocorre que a disciplina do §2º do art. 15 da Medida Provisória possui regra especial em relação à da Lei nº 8.987/95, sendo certo que é opcional a adesão ao seu regime jurídico, pois nenhuma concessionária está obrigada a renovar as suas concessões. Todavia, uma vez que o Concessionário opte por prorrogar seu contrato de concessão, estará aderindo ao regime jurídico previsto na MP, inclusive quanto aos critérios de amortização nela previstos. Assim, por força da cláusula de renúncia, poder-se-ia entender pela impossibilidade de serem questionados os efeitos concretos de eventual vício de constitucionalidade que pudesse ser levantado quanto ao conteúdo do art. 15, 2º, da MP nº 579/12.

374 Nos termos da nota técnica, “[c]om base nas premissas apresentadas nos estudos das empresas, a opção pela renovação das concessões se mostrou a melhor sob o ponto de vista financeiro” (fl. 174).

375 De acordo com a “Manifestação do Conselho de Administração” à fl. 545, não divulgada aos acionistas da Eletrobras, o conselho de administração da Companhia examinou a nota técnica e, “com base nas premissas apresentadas, concluiu que a melhor opção sob o ponto de vista estratégico e financeiro seria a prorrogação dos contratos de concessão [...]”

pela BNDES Participações S.A. (“BNDESPAR”). Praticamente todos os acionistas minoritários presentes foram contrários à renovação dos contratos³⁷⁶.

29. Dado o resultado da votação, as controladas da Eletrobras renovaram as concessões de geração e transmissão de energia elétrica, nos termos da MP 579. I

II. Termo de Acusação

III.1. Considerações iniciais

30. Considerando o último precedente (Processo CVM nº RJ2009/13179, julgado em 9.9.2010) sobre a hipótese mais genérica de conflito de interesses entre acionista e companhia (art. 115, §1º, última parte, da Lei nº 6.404, de 1976), a Acusação aponta que bastaria um conflito potencial entre eles para impedir o exercício do direito de voto em assembleia.

31. Transpondo tal entendimento para este processo, a Acusação adverte que “a avaliação da legalidade do voto da União na [AGE] independe da conclusão sobre [se] renovar as concessões era, de fato, a melhor opção para a Eletrobras sob o ponto de vista financeiro” (fl. 821). A questão se volta não para os efeitos concretos do voto da União sobre a Companhia, mas para a identificação dos seus incentivos neste caso específico.

32. Ainda assim, a Acusação aponta que é preciso determinar se “os interesses particulares da União eram de tal ordem que comprometiam a isenção de seu julgamento” (fl. 821) – tarefa importante porque, segundo a Acusação, embora já se tenha estabelecido (com base no precedente supramencionado) que o conflito de interesses se configura *ex ante* e independentemente da forma como o voto venha a ser exercido, não há que se falar em conflito nem em impedimento de voto sem que haja uma real e significativa contraposição de interesses.

33. A Acusação lembra que, por força da Constituição Federal (art. 21, inciso XII, alínea “b”, e art. 175), “a União explora serviços e instalações de energia elétrica, dentre outras formas, por meio de concessões, as quais se instrumentalizam via contratos que estipulam uma série de direitos e deveres entre a União e os concessionários” (fl. 821).

34. Nesse contexto, a SEP argumenta que, se levar ao extremo o argumento, propagado por alguns minoritários, “de que a União deve se abster de quaisquer deliberações da Eletrobras que a afetem de modo diferente dos demais acionistas, terminar[ia] por impedi-la de votar em praticamente qualquer matéria relativa a concessões de energia elétrica”. Trata-se, segundo a Acusação, de “uma interpretação excessiva, pois as concessões estão no núcleo das atividades desenvolvidas pela Eletrobras e privar a União de decidir sobre tais matérias seria em grande medida anular sua condição de acionista controladora” (fl. 821).

376 Citando matéria veiculada na imprensa (Revista Capital Aberto, janeiro de 2013, ano 10, número 113, pág. 9), a Acusação afirma que os acionistas minoritários que votaram a favor da renovação das concessões eram estrangeiros que, sem orientação específica de voto, seguem proposta da administração

35. Não obstante, a SEP pondera que tampouco é possível “pender para o outro extremo e negar a existência de situações nas quais a União, como qualquer acionista prestes a contratar com sociedade da qual não detém a totalidade do capital, teria incentivos *ex ante* para, em benefício pessoal, impor à Eletrobras concordância com violações claras de seus direitos” (fl. 821). Para a Acusação, um acionista nessas condições deve, de fato, ser impedido de votar.

36. A SEP concluiu que o essencial, portanto, é “identificar onde, entre esses dois extremos, o caso concreto se situa e ver se ele ultrapassa o ponto que deflagra o impedimento de voto” (fl. 822).

III.2. Conflito de interesses: renúncia da Companhia à pretensão de questionar o tratamento indenizatório da MP 579

37. Em reclamação de acionistas minoritários acostada ao presente processo, indicou-se que a União, sendo, ao mesmo tempo, devedora da indenização e acionista da Eletrobras, teria fortes incentivos *ex ante* para valer-se de sua condição de controladora e auferir vantagens não extensíveis aos demais acionistas. Partindo do pressuposto de que a decisão da Companhia de renovar ou não as concessões definiria diretamente o valor da indenização a receber, os acionistas minoritários concluíam que a União tenderia a aprovar a opção que lhe fosse individualmente mais vantajosa.

38. No entanto, a SEP recorda que a MP 579 determinara o emprego do VNR no cálculo das indenizações devidas a todas as concessionárias, quer elas aceitassem ou não renovar seus respectivos contratos. Por conta disso, a Acusação ressalta que “a princípio, o valor das indenizações não estava em jogo na [AGE]; ele já havia sido definido por força de lei [i.e., da MP 579] e independia da decisão que a Eletrobras viesse a tomar” sobre a renovação das concessões (fl. 824). De fato, a definição do valor das indenizações veio de forma contrária ao entendimento que a Companhia vinha seguindo ao elaborar suas demonstrações contábeis e, nesse contexto, só restaria à Eletrobras adaptar seus registros contábeis à nova norma.

39. Os minoritários argumentam também que a MP 579 não poderia ter disposto sobre o montante da indenização, como fez e que, portanto, caberia à Eletrobras contestá-la judicialmente. No entanto, ao renovar as concessões, a Companhia acabou renunciando a quaisquer direitos preexistentes a essa medida provisória e inviabilizando uma demanda nesse sentido.

40. Nas palavras da SEP, “visto sob esse ângulo, o interesse da União que poderia conflitar com o dos demais acionistas na [AGE] não seria, ao menos diretamente, o montante da indenização, mas uma espécie de proteção contra possíveis demandas judiciais envolvendo esta matéria” (fl. 825).

41. O conflito de interesses residiria, pois, precisamente nisto: tendo em vista que, ao renovar tais contratos, a Eletrobras também estaria abrindo mão de um potencial pleito contra a MP 579, então a renovação serviria, paralela e indiretamente, como uma

espécie de proteção ou, ainda, uma vantagem para a União, no tamanho da diferença indenizatória entre o VNR e o método até então seguido pela Companhia.

42. A Acusação procurou determinar se esse suposto incentivo *ex ante* da União – o de extinguir, em seu favor, uma eventual pretensão da Eletrobras contra a MP 579 – seria suficientemente significativo para impedi-la de votar a renovação dos contratos de concessão. Para isso, a SEP buscou definir a probabilidade de a Companhia, ajuizando uma ação, ter reconhecido o direito a uma indenização superior à calculada conforme a MP 579³⁷⁷.

43. A SEP levou em consideração alguns argumentos que poderiam ser suscitados pela Eletrobras em uma eventual demanda e, a partir desses argumentos, verificou se o caso teria chances reais de vitória por parte da Companhia.

44. Para a Acusação, ainda que se pudesse afirmar que a MP 579 reconheceu o direito de a Companhia ser indenizada e apenas tratou do critério de cálculo do valor devido, o fato é que a Eletrobras acreditava que essa indenização deveria ser calculada pelo custo histórico atualizado monetariamente. Nas palavras da SEP, “[m]esmo tendo considerado a hipótese de que a indenização viesse a ser determinada pelo critério de custo de reposição, a Eletrobras entendeu que essa alternativa não era a melhor interpretação da legislação então vigente” e, “[s]e isso é verdade, então um novo ato normativo não poderia retroagir em prejuízo a um direito já adquirido sob a égide de legislação anterior” (fl. 826).

45. Um segundo argumento referido pela SEP é que, “inegavelmente, a definição da metodologia de cálculo da indenização tem impacto direto sobre o valor da indenização, o qual, por sua vez, a depender do patamar em que for fixado, pode corresponder a uma efetiva negação do dever de indenizar”. Nesse contexto, a Acusação concluiu que “não seria improvável [...] prevalecer a tese de que a MP 579 esvaziou o direito já adquirido pela Eletrobras de ser indenizada pela União no montante das parcelas não amortizadas ou depreciadas dos investimentos vinculados a bens reversíveis” (fl. 826).

46. Corroborando a probabilidade de sucesso da Companhia em uma eventual contestação da MP 579, a SEP apontou:

(i) que outras concessionárias do setor, em situação idêntica à da Eletrobras, acreditavam ter direito a uma indenização superior à que resultaria dessa medida provisória³⁷⁸;

(ii) que, no caso da Eletrobras, a tese seria ainda mais defensável, relativamen-

377 Nas palavras da Acusação, “[s]erá que ainda assim o benefício da ‘blindagem’ contra possíveis questionamentos futuros era significativo o bastante para fazer recair sobre a União um impedimento de voto? Colocando a questão de outra forma: quão viável seria uma eventual pretensão da Eletrobras de obter indenizações superiores às calculadas conforme a MP 579?” (fl. 825)

378 A SEP menciona a Cemig Geração e Transmissão S.A. e a Companhia Energética de São Paulo e transcreve um excerto das notas explicativas às demonstrações financeiras da Cemig relativas ao exercício encerrado em 31.12.2009, nas quais se lê que “a Administração entende que o valor contábil do imobilizado não depreciado ao final da concessão será reembolsável pelo Poder Concedente”.

te às demais companhias do setor, “já que a União repetidamente votou pela aprovação das demonstrações financeiras, que declaravam o entendimento da administração quanto à existência e aos montantes de tal indenização” (fl. 827); e

(iii) a própria análise do Parecer Interno, relatada no item II.3 acima.

47. Assim, para a Acusação, todos esses fatores tomados em conjunto mostram que “eventual pleito indenizatório da Eletrobras por valores superiores aos da MP 579 seria, no mínimo, plausível. Talvez o pleito não viesse a ser acolhido, já que a questão é inegavelmente controversa. Mas só o fato de ter tal controvérsia peremptoriamente resolvida em seu favor é um benefício à União, com relevante repercussão financeira” (fl. 828), proporcional à diferença de valores entre o VNR e os registros contábeis da Companhia.

48. Por conta disso, a SEP concluiu que, “fosse a Eletrobras uma sociedade anônima qualquer e fosse a União um acionista qualquer dessa sociedade, estar-se-ia diante de hipótese de conflito de interesses e impedimento de voto” (fl. 828).

III.3. Relevância do artigo 238 da Lei nº 6.404, de 1976, para o caso concreto

49. Reconhecendo que a Eletrobras é uma sociedade de economia mista e que, portanto, a Companhia e seu acionista controlador se encontram sujeitos a um regime jurídico específico, consubstanciado, sobretudo, no art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976, a SEP procurou determinar se isso seria capaz de alterar a conclusão sobre o conflito de interesses e o impedimento de voto do item III.2 acima³⁷⁹.

50. Segundo o art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976, “[a] pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”.

51. Questionada, a União Federal sustentou que seu voto estaria em linha com esse dispositivo. Em sentido contrário, os acionistas minoritários alegaram que a conduta da União somente estaria abarcada pela exceção do art. 238 – a faculdade de o acionista controlador orientar as atividades da Companhia de modo a atender ao interesse público que justificou sua criação – caso o referido interesse público constasse da lei de criação da Eletrobras, a saber, a Lei nº 3.890-A, de 1961³⁸⁰. Como – argumentam os minoritários – assegurar a modicidade tarifária não consta como um dos interesses públicos que justificaram a criação da Eletrobras, as atividades da Companhia não poderiam ser orientadas pela União para a consecução desse objetivo.

379 Nas palavras da Acusação, “sendo a Eletrobras uma sociedade de economia mista controlada pela União, sujeita, consequentemente, a um regime jurídico específico consubstanciado primordialmente no artigo 238 da lei 6.404/76, isso muda a conclusão a respeito do mencionado conflito de interesses e do impedimento de voto?” (fl. 828).

380 De acordo com o art. 2º dessa lei, “[a] ELETROBRAS terá por objeto a realização de estudos, projetos, construção e operação de usinas produtoras e linhas de transmissão e distribuição de energia elétrica, bem como a (VETADO) celebração dos atos de comércio decorrentes dessas atividades”.

52. A respeito dessa controvérsia, a Acusação ponderou que considerava muito estrita a interpretação dos minoritários sobre esse dispositivo. Para a SEP, “[s]ociedades de economia mista existem para promoção de políticas públicas, que são invariavelmente multifacetadas e mutantes ao longo do tempo, logo insuscetíveis de serem reduzidas a enumerações legais exaustivas e tão minuciosas como pretendem os acionistas minoritários” (fl. 829).

53. A Acusação aduz que “[e]mbora se possa argumentar que o requisito de previsão legal exista justamente para prevenir o uso indevido de sociedades de economia mista a pretexto de atingir um interesse público mal definido, exigir tal definição legal com o nível de rigor sugerido pelos [minoritários] engessaria a atuação das sociedades de economia mista a ponto de comprometer sua eficácia” (fl. 829).

54. A SEP cita o art. 17 da já mencionada lei de criação da Eletrobras, segundo o qual “a Eletrobras cooperará com os serviços governamentais incumbidos da elaboração e execução da política oficial de energia elétrica [...]”, para concluir que “a definição das tarifas de energia praticadas é matéria claramente inserida nessa política” (fl. 830).

55. A Acusação também ressalta que não cabe à CVM se manifestar sobre o mérito das políticas públicas perseguidas legalmente pelo controlador público por meio das sociedades de economia mista. Segundo a SEP, “se a pessoa jurídica de direito público entende que deve valer-se das pessoas jurídicas que controla para promover políticas tarifárias, monetárias, inflacionárias etc. – ainda que com prejuízo à maximização do valor da companhia, mas desde que inseridas nas razões que justificaram sua criação –, tal decisão deve ser respeitada, goste-se ou não dos seus efeitos sobre os acionistas e o mercado” (fl. 831).

56. No entanto, a Acusação pondera que “se paralelamente ao interesse público declarado, a pessoa jurídica de direito público que atua como controlador está confrontada também com a possibilidade de auferir benefícios particulares, como, por exemplo, uma contrapartida financeira não extensível aos demais acionistas, a mera alegação de persecução ao interesse público não basta para legitimar a atuação do acionista controlador” (fl. 831). Essa é uma interpretação que, segundo a SEP, se “aproxima bastante da dicotomia que parte da doutrina enxerga entre (i) o interesse público denominado primário, isto é, um interesse que se identifica diretamente com as razões que justificam a própria existência do Estado, como o acesso a serviços públicos básicos, tais quais a energia elétrica; e (ii) o interesse público designado secundário, que se traduz num interesse instrumental, de aparelhamento operacional do Estado, como a obtenção de recursos financeiros que viabilizem sua atuação” (fl. 832).

57. Diante dos fatos apresentados, a SEP concluiu que a conduta da União não deveria ser enquadrada na exceção do artigo 238 da Lei nº 6.404, de 1976. Para a Acusação, a persecução da modicidade tarifária concorreria paralelamente à obtenção de um benefício eminentemente financeiro e exclusivo à União, como resultado da renúncia à possibilidade de contestar judicialmente a MP 579.

58. Por esse motivo, a SEP entendeu que a satisfação daquele interesse público relacionado à política energética e à definição das tarifas não poderia ser invocada pela Acusada como uma exceção ao impedimento de voto por conflito de interesses e acusou a União de violar o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

III.4. Responsabilidade de administradores e acionistas ligados à União

59. Embora o Termo de Acusação se dedique a responsabilizar apenas a União, a análise conduzida pela SEP anteriormente à elaboração desse documento traz os motivos pelos quais a área técnica considerou que (i) os administradores da Companhia; e (ii) BNDES e BNDESPAR – acionistas ligados à União que também votaram na AGE – não deveriam ser igualmente acusados (“Relatório de Análise”, às fls. 790-812).

60. Em relação a esses acionistas, a SEP lembra que o BNDES é uma empresa pública detida integralmente pela Acusada e que a BNDESPAR, por sua vez, é uma subsidiária desse banco público, motivo pelo qual ambos estariam “inquestionavelmente ligados à União” (fl. 810). Para a Acusação, no entanto, é justamente em razão desses vínculos que nenhuma responsabilização administrativa lhes deveria ser imputada.

61. A SEP entende que o “ilícito em questão é de natureza dolosa” e, portanto, “presupõe vontade autônoma e consciente do agente, voltada à prática do ilícito”. Para a Acusação, a vontade do BNDES e do BNDESPAR não é autônoma à da União, por isso, a consequência lógica dessa falta de autonomia é considerá-los inimputáveis em relação à infração de voto em conflito de interesses, sob pena de responsabilizá-los por ato de terceiro – no caso, da própria União (fl. 810).

62. Em outras palavras, a SEP afirma que “se BNDES e [BNDESPAR] tivessem vontade autônoma à da União, ou seja, se eles pudessem ser considerados responsáveis pelo voto proferido, então eles não estariam sujeitos ao impedimento de voto que alcançava a União e, desse modo, estariam na mesma condição que os acionistas minoritários que votaram favoravelmente à renovação das concessões” – caso em que “[n]ão haveria sequer voto irregular” (fl. 810).

63. Já no que toca à responsabilidade dos administradores da Companhia pela prestação deficiente de informações aos acionistas e pelo que a SEP considerou uma análise pouco detalhada do tema no âmbito da administração da Eletrobras – que, “ao contrário de outras companhias do setor, [...] não solicitou nenhum estudo independente” (fl. 811) –, a SEP concluiu que a rapidez da sucessão de atos normativos teria certamente dificultado a compreensão dos próprios administradores sobre os impactos da renovação dos contratos de concessão.

64. Além disso, para a SEP, o fato de que quase todos os acionistas minoritários da Eletrobras votaram contra a renovação indica que “a produção de informações e estudos adicionais aos que existiam, e que já eram favoráveis à renovação, dificilmente geraria resultados diferentes dos que foram observados” na AGE (fl. 812).

IV. Parecer da PFE

65. Manifestando-se sobre o Termo de Acusação, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE” ou “Procuradoria”) ressaltou, de início, que “o fato de as sociedades de economia mista serem utilizadas como instrumentos de políticas públicas por parte das pessoas jurídicas de direito público que a controlam não é algo desconhecido dos investidores” e que “[n]ão só há referência em seu Estatuto Social, como também em normas legais e até mesmo na Constituição da República Federativa, sendo certo que tal fato é devidamente precificado na cotação de seus valores mobiliários” (fl. 842).

66. Em seguida, a Procuradoria fez uma ressalva à utilização, pela SEP, do Processo CVM nº RJ2009/13179 como paradigma para solução deste caso, no que diz respeito a conflito de interesses e impedimento de voto. Naquela ocasião, o Colegiado decidiu pela proibição de voto de acionista controlador em assembleia geral que deliberaria sobre a celebração de um contrato entre tal acionista e a companhia sob seu controle.

67. A PFE considerou que não seria totalmente adequado utilizar esse precedente justamente porque ele cuidava de uma contratação entre partes relacionadas – o que, segundo a Procuradoria, não se verifica no caso da Eletrobras. Nas palavras da PFE, a MP 579 “não deve ser considerada como matéria contratual” e sim “ato do princípio decorrente de função legiferante do Estado”. Para a Procuradoria, “[n]ão se pode[ria] equiparar eventual adesão aos termos de uma legislação com a realização de contrato bilateral” (fl. 846).

68. Nesse sentido, a Procuradoria aduz que, no caso da Companhia, “a norma não foi dirigida única e exclusivamente à Eletrobras, mas sim a todas as geradoras, transmissoras e distribuidoras de energia elétrica. Trata-se de norma de aplicação geral, caracterizando-se como atuação legislativa e reguladora do Estado, não se confundindo com atividade meramente contratual” (fl. 846)³⁸¹.

69. Para a Procuradoria, diante dessa diferença substancial entre o precedente adotado pela SEP e o ocorrido neste caso concreto, não se poderia exigir que a União se abstinhasse, sob pena de gerar “a curiosa situação” em que o acionista controlador de uma companhia de economia mista criada justamente com a finalidade de implementar a política energética do País se veria impedido de cumprir esse objetivo.

70. A PFE também apontou que, em função da presunção de constitucionalidade das leis, tampouco seria possível afirmar de plano a obtenção de uma vantagem ilícita pela União, em razão do seu voto.

71. Além disso, a PFE sustentou que “toda sociedade deve pautar seus atos com base [sic] no princípio da preservação da empresa”. Para a Procuradoria, “[a] transição da perspectiva contratualista das sociedades para a concepção institucionalista foi espe-

381 Mais adiante, a PFE afirma que “[e]ventual elaboração legislativa de efeitos concretos, voltado [sic] para um caso específico, poderia ensejar a discussão se estaríamos ou não diante de uma contratação travestida de norma legal, porém, não é o que ocorre na situação em análise” (fl. 850)

cialmente ressaltada com o advento da Lei nº 11.101/2005, que definitivamente consagrou o princípio ora referido”.

72. Finalmente, a PFE se referiu à impossibilidade de dissociar a renovação dos contratos de concessão do ponto principal da MP 579 – a adesão ao novo marco regulatório e o estabelecimento da nova política energética. Para a Procuradoria, “embora seja legítimo o interesse da Companhia em analisar a forma pela qual eventualmente [seriam] indenizados os investimentos em bens reversíveis ainda não amortizados ou depreciados”, para fins de verificação de conflito de interesses entre a União e a Eletrobrás, “todos os pontos devem ser considerados de forma conjunta”. Nas suas palavras, “[n]ão há como fazer uma separação estanque de cada possibilidade atribuída pela norma”, o que de todo modo não impede que “eventualmente haja cometimento de abusos por parte do controlador pessoa jurídica de direito público” (fl. 848).

73. A PFE concluiu, então, “não haver materialidade do ilícito previsto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76, já que não haveria como caracterizar-se, no caso, benefício particular ou interesse conflitante” (fl. 850).

V. Manutenção da acusação: considerações da SEP sobre o parecer da PFE

74. Após analisar o parecer da PFE, a SEP manifestou-se pela manutenção da acusação.

75. Para a Acusação, o fato de a Companhia ter informado em seu formulário de referência os riscos inerentes a uma sociedade de economia mista não deveria ter sua importância exagerada, porque, por mais que essa informação influencie a formação de preço das ações da Companhia, ainda assim um investidor informado espera que a persecução do interesse público se dê dentro das próprias limitações legais. Nesse sentido, a SEP entendeu que a União não atendera as normas específicas de uma sociedade de economia mista que limitavam o exercício de seu poder de controle³⁸².

76. Em relação à transposição do entendimento do Colegiado no Processo CVM nº RJ2009/13179 para este caso – questionada pela Procuradoria –, a Acusação afirmou que tanto esse precedente quanto o caso da Eletrobrás tratam, sim, de atos bilaterais, contratuais e voluntários e que, independentemente de a MP 579 impor a todos os concessionários o critério de indenização baseado no VNR, o tema que seria discutido na assembleia era a renovação ou não de um contrato de concessão – e não o suposto cumprimento daquele ato normativo, no que ele tinha de cogente³⁸³.

77. Outro argumento trazido pela PFE e analisado pela SEP foi a presunção de constitucionalidade da MP 579. Segundo a Acusação, o impedimento de voto do acionista

382 A Acusação aduz o que segue (fl. 854): “ainda que se admita que os investidores se antecipam até mesmo ao risco de terem seus direitos desrespeitados e se protegem desses riscos por meio do preço que se dispõem a pagar pelas ações, isso tampouco deve influir na acusação formulada. Afinal, um mercado equilibrado, porém formado por investidores que pagam pouco pelas ações e controladores em busca de oportunidades de infringir direitos alheios, pode até não ser injusto para nenhuma das partes, mas tampouco atinge o potencial e as finalidades que dele são esperadas”.

383 Nas palavras da SEP, “a AGE evidentemente não foi convocada para deliberar se a Eletrobrás iria ou não aderir a um ato normativo cogente. A matéria em discussão era a celebração de um contrato que impactaria a possibilidade de questionar a constitucionalidade de tal ato normativo. São temas relacionados, porém distintos” (fl. 855).

por força do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, não pressupõe que esse benefício seja ilícito. “O principal benefício da regra do impedimento de voto *ex ante*”, afirma a SEP, “é evitar um juízo sobre a licitude e razoabilidade do benefício envolvido, e foi o que se fez no caso concreto” (fl. 856).

78. Ainda a respeito desse ponto, a Acusação lembrou que a presunção de constitucionalidade “é apenas um atributo voltado a orientar a interpretação e aplicação das normas”, que faz com que elas “sejam postas a efeito no pressuposto de estarem em conformidade com a Constituição, até que sobrevenha decisão judicial em contrário”. A SEP aponta que essa presunção “não tem relação com a probabilidade de que uma norma seja efetivamente constitucional” – tanto assim que ela se aplica indistintamente a todas as normas. Além disso, ela não impedia a Eletrobrás de questionar a MP 579 e tampouco “autorizava a inferir que as chances de sucesso desse questionamento seriam remotas” (fls. 856-857).

79. A Acusação também se deteve sobre o princípio da continuidade da empresa, invocado pela PFE. Para a PFE, esse princípio somente seria atendido caso a União houvesse votado da maneira como votou. De forma contrária, a Acusação sustenta que, “dada a importância da Eletrobrás para a consecução dos fins descritos [na MP 579], o mais realista talvez fosse assumir o oposto: a MP 579 é que possivelmente não teria continuidade sem a adesão da Eletrobrás” (fl. 857).

80. A Acusação lembrou ainda que a questão da prorrogação das concessões, embora bastante representativa para a Companhia, não pode ser assumida como decisiva para a sua continuidade, já que a Eletrobrás continuaria a operar outras concessões de que é titular e, “quando se encerrasse o prazo das concessões não renovadas, poderia dispor-las novamente nas licitações” (fl. 857).

81. Além disso, para a SEP, invocar o princípio da continuidade da empresa desloca o foco da discussão, que deve se dar no plano de quem possuía legitimidade para decidir sobre a renovação, e não no plano do que era melhor ou pior para a Companhia³⁸⁴.

82. Quanto à interpretação da PFE sobre o art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976, a Acusação lembrou que propôs que a conciliação entre as responsabilidades do acionista controlador perante os demais acionistas e a consecução das finalidades públicas “fosse feita a partir da análise dos incentivos que permeiam a decisão com a qual o controlador está confrontado”.

83. No caso concreto, afirmou a SEP, “isso implica reconhecer à União liberdade de utilizar a Eletrobras como instrumento para assegurar a modicidade tarifária, ainda que dele advenham efeitos adversos sobre os demais acionistas e o mercado de capi-

384 Nas palavras da Acusação (fl. 858): “Alegar que a Eletrobrás deveria renovar as concessões, pois assim garantiria sua continuidade e seus fins institucionais, ultrapassa e subverte essa discussão, pois se transforma numa verdadeira defesa do mérito da deliberação tomada e não dá sequer margem a discutir a quem caberia decidir a respeito. Afinal, se os fins institucionais da Eletrobrás e sua continuidade impunham a renovação das concessões, o que os acionistas não controladores estavam sendo chamados a decidir? Será que a própria União teria alguma margem para votar de modo diferente? O que leva a perguntar então: qual o sentido da AGE de 03.12.2012?”

tais”, já que “[a] modicidade tarifária é um interesse público em linha com a lei que criou a Eletrobras e reduzir as receitas da companhia para alcançá-lo afeta a União do mesmo modo que os demais acionistas” (fl. 858).

84. No entanto, a SEP aduziu que “[a] situação é radicalmente outra com relação à indenização que a União deveria pagar à Eletrobras”, já que se trata “de uma questão financeira entre a companhia e seu acionista controlador” e que “abrir mão de parte da indenização pelos bens reversíveis beneficia apenas a União e prejudica os demais acionistas” (fl. 859). Nesse aspecto, afirmou a Acusação, permaneceria o impedimento de voto.

85. Adicionalmente, a Acusação apontou que a interpretação da PFE – segundo a qual, havendo qualquer interesse público primário em jogo, não caberia impedir o voto do controlador, ainda que para isso fosse necessário satisfazer também um interesse secundário (financeiro) apenas do Estado – apresenta uma importante desvantagem: a de se traduzir em pouca utilidade prática e em quase nenhuma restrição ao comportamento do ente público controlador.

86. Finalmente, a SEP se insurgiu contra o argumento da PFE de que, dada a estrutura da MP 579, a União não teria como alcançar o interesse público primário (a modicidade tarifária via renovação das concessões) sem fazer com que a Eletrobras renunciasse a direitos preexistentes. A Acusação considerou inadequado analisar a questão sob esse ponto de vista porque “[s]e a MP 579, de um lado, limitava as opções da União, de outro, o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76 também o fazia” e “[n]ão há porque tomar o cenário criado pela MP 579 como premissa e, a partir daí, justificar o afastamento de dispositivos da legislação societária como único meio possível para alcançar o interesse público” (fl. 860).

VI. Defesa

87. A União apresentou defesa (fls. 883-895) sustentando, de início, que:

(i) sua decisão “quanto às prorrogações atendeu o princípio da garantia da amortização de investimentos não indenizados no custo da concessão” (fl. 887); e

(ii) “as regras de pagamentos de indenizações aos titulares de concessões foram editadas em razão do atendimento de interesse público, qual seja, a prestação de serviço público na área de energia elétrica, não se caracterizando qualquer benefício exclusivo à acionista controlador” (fl. 887).

88. A União referiu-se então a um parecer jurídico elaborado antes da AGE por Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik (fls. 450-497), a pedido da administração da Eletrobras, para analisar, dentre outros assuntos, a possibilidade de a União exercer seu voto na AGE.

89. Perguntados sobre a ocorrência de conflito de interesses ou abuso de poder de controle caso a União votasse na AGE, tais pareceristas consignaram o que segue:

(i) há “uma total confluência dos interesses da acionista controladora União com os da sociedade de economia mista controlada, pois, tanto uma quanto outra, estão [sic] adstritas, por exigência constitucional e legal, a atuar na estrita defesa do interesse público primário” (fl. 486, grifos originais);

(ii) “[...] o interesse absolutamente lícito e legítimo da União, em deliberar acerca da eventual prorrogação de Contratos de Concessão ‘de forma a assegurar a continuidade, a eficiência da prestação do serviço e a modicidade tarifária’ (artigo 1º da [MP 579]) não se contrapõe, em absoluto, ao interesse também lícito e legítimo da [Companhia] e de suas Controladas em buscar o pleno atendimento das finalidades públicas que levaram à constituição de tais entidades. Trata-se, na realidade, de um único interesse, incindível e indissociável [...]” (fl. 486, grifos originais);

(iii) “[d]iante disso, não há dúvida de que, no presente caso, o interesse da União se confunde com o interesse da [Companhia], e das concessionárias por ela Controladas, no adequado e eficiente provimento de serviços públicos essenciais de geração e distribuição [sic] de energia elétrica” (fl. 488);

(iv) “[a] propósito, por se tratar de sociedade de economia mista, o controlador tem o precípua dever de votar todas as matérias de qualquer Assembleia Geral. É o Estado controlador que representa o interesse público primário, que é objeto da própria sociedade” (fl. 488, grifo original);

(v) “[n]ão se pode conceber que, em sociedade de economia mista, o estado controlador, sob qualquer pretexto, se abstenha de votar e de impor a prevalência sempre do interesse público primário, que é a razão precípua de sua constituição por lei” (fl. 488);

(vi) “[e]m consequência, à União não é atribuído o direito de votar nas Assembleias Gerais, mas sim o precípua dever de votar” (fl. 488, grifo original);

(vii) “[a]demais, levando-se em consideração as particularidades da deliberação em questão, que tem por objeto contratos firmados no seio da Administração Pública Federal, por entes dela integrantes, de que decorre a total confluência de interesses, fica evidente a inaplicabilidade da proibição de voto constante da parte final do artigo 115 §1º, da Lei das S.A” (fl. 489, grifo original);

(viii) “[n]ão deve haver dúvida, portanto, quanto à inaplicabilidade da proibição de voto do Estado controlador por conflito de interesses (art. 115, §1º), como é o caso da [Companhia] e de suas Controladas, sob pena da mais absoluta subversão do regime jurídico aplicável” e “conclui-se que não há qualquer impedimento para que a União profira seu voto na deliberação assemblear da Consulente acerca da eventual prorrogação dos Contratos de Concessão” (fl. 490, grifo original);

(ix) “[c]omo qualquer acionista controlador privado, o estado também pode praticar abuso de poder de controle quando orienta a sociedade de economia mista a agir fora dos limites do seu objeto ou contrariando o interesse social. A diferença é que, conforme anteriormente mencionado, o interesse da sociedade de economia mista não se resume à exploração da atividade econômica constante de seu objeto social para produzir lucros, pois também incorpora o fim público que justificou a sua criação” (fls. 491/492, grifo original);

(x) “[d]essa forma, o referencial para o exercício regular do poder de controle por parte do Estado é o interesse da companhia no sentido mais amplo, compreendendo o interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista” (fl. 492);

(xi) “conforme expressamente consignado na parte final do artigo 238 da Lei das S.A o Estado pode legitimamente orientar a sociedade de economia mista para o atendimento do interesse público, mesmo em detrimento dos interesses puramente privados dos acionistas minoritários, caso em que não se caracterizará o abuso de poder de controle” (fl. 492, grifo original);

(xii) “[p]ortanto, considerando que, no caso presente, a renovação dos Contratos de Concessão nos termos previstos na [MP 579], por visar a ‘assegurar a continuidade, a eficiência da prestação do serviço e a modicidade tarifária’, constitui medida que atende ao interesse público que justificou a criação da [Companhia] e de suas Controladas, não há que se falar em abuso de poder de controle por parte da União, ainda que a medida em questão implique significativa baixa de ativos e perda de receitas” (fl. 492, grifo original);

(xiii) “[c]om efeito, a ação do Estado enquanto controlador de sociedade de economia mista não se confunde com sua atuação legislativa e reguladora de determinada atividade econômica, não podendo atos praticados no exercício desta prerrogativa essencial de Poder Público acarretar a sua responsabilidade por abuso de poder de controle” (fls. 492/493); e

(xiv) “[n]o caso presente, a baixa de ativos e a redução tarifária acarretada pelos termos estabelecidos na [MP 579] para a renovação dos Contratos de Concessão não decorrem da atuação da União como controladora da [Companhia], tanto que afetam, de maneira similar, diversas outras companhias do setor elétrico que também têm seus contratos de concessão vencendo entre 2015 e 2017” (fl. 493, grifo original).

90. Em consonância com a opinião dos pareceristas, relatada acima, a União argumentou ainda que:

(i) um dos principais objetivos da criação da Eletrobrás, segundo o seu pró-

prio estatuto social³⁸⁵, seria cooperar com o Ministério de Minas e Energia na formulação da política energética do País;

(ii) a criação da Eletrobrás se deu, então, primariamente para a consecução do interesse público consubstanciado na prestação de serviços de energia elétrica à população;

(iii) embora a Companhia tenha estrutura societária de direito privado e conte com capital também privado, a obtenção de lucro pela Eletrobrás pode vir a ser uma consequência da sua atividade desenvolvida, mas não é “elemento balizador de sua existência” (fl. 891); e

(iv) estando a União impedida de votar a renovação dos contratos de concessão, os acionistas minoritários poderiam votar pautados em interesse puramente negocial, não alinhados com o interesse público que justificou a criação da Eletrobrás; poder-se-ia estar diante de uma decisão que visasse somente à maximização dos lucros, independentemente da modicidade tarifária ou sequer da continuidade da prestação do serviço de geração e transmissão de energia elétrica.

VII. Manifestação de acionista minoritário

91. O acionista minoritário E.D.N. encaminhou manifestação à CVM contestando as conclusões da Acusação em relação aos fatos aqui descritos, notadamente o seu enquadramento jurídico (fls. 998-1.092).

92. Aos olhos desse acionista, a conduta da União deveria ser tida não apenas como uma violação ao comando do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, mas também como um exemplo concreto de abuso de poder de controle. E.D.N. afirma que embora a Acusação tenha circunscrito sua avaliação do ocorrido à perspectiva “restrita” do conflito formal, sem entrar no mérito do voto proferido pela União, “a jurisprudência da CVM consolidou-se no sentido de que, em casos como o presente, não se aplica a *business judgment rule*, cabendo à CVM examinar o mérito do voto e à parte que votou em conflito o ônus de comprovar que não obteve vantagem em prejuízo da companhia”³⁸⁶ (fl. 1.017).

93. Em função disso, E.D.N. afirmou ser necessário dar ao fato definição jurídica diversa daquela que consta do Termo de Acusação, nos termos do art. 25 da Deliberação CVM nº 538, de 2008, reconhecendo que a União teria violado também os artigos 115, *caput*, 116 e 117 da Lei nº 6.404, de 1976.

94. O acionista minoritário ainda requereu a inclusão dos então conselheiros de administração da Eletrobrás no rol de acusados, por suposto descumprimento (i) do dever de informar a que se refere o art. 157 da Lei 6.404 de 1976, ao não divulgar aos acionistas

385 “Art. 4º A Eletrobrás tem por objeto social: [...] II – cooperar com o Ministério, ao qual se vincule, na formulação da política energética do País”.

386 O acionista cita o PAS CVM nº 21/2004.

da Companhia a orientação desse órgão em relação aos assuntos que seriam deliberados na AGE nem o Parecer Interno, e (ii) dos artigos 153, 154 e 155 dessa mesma lei, por negligência na obtenção de informações necessárias a uma correta tomada de decisões³⁸⁷.

95. Por último, E.D.N. requereu também a inclusão dos acionistas BNDES e BNDES-PAR dentre os imputados, por descumprimento do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, pois “a desculpa de ‘estar cumprindo ordens’ não lhes exonera de observar os preceitos que devem nortear a sua atuação, na qualidade de sociedades vinculadas à União na Eletrobrás, como no tocante ao impedimento para votar, [...] [a]té porque, como se sabe, ninguém está obrigado a cumprir determinação ilegal” (fl. 1.041).

Rio de Janeiro, 26 de maio de 2015.

Luciana Dias

Diretora

24.7. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2013/6635

Acusada: União Federal

Assunto: Art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e sociedades de economia mista.

Relatora: Diretora Luciana Dias

Voto

I. Introdução

1. A União Federal (“Acusada” ou “União”), acionista controladora das Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobrás (“Eletrobrás” ou “Companhia”), sociedade de economia mista de capital aberto, foi acusada pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) de descumprir o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

2. Mais especificamente, a SEP acusou a União de haver votado em situação de conflito de interesses, manifestando-se, em assembleia geral extraordinária da Eletrobrás realizada em 3.12.2012 (“AGE”), a favor da renovação antecipada de contratos de con-

³⁸⁷ E.D.N. afirma que os conselheiros se preocuparam em contratar um parecer jurídico sobre a legalidade do voto da União na AGE, mas não contrataram a opinião de nenhum especialista sobre as implicações da própria MP 579 sobre a Companhia. Lembra ainda que a conclusão da administração da Companhia estava baseada na nota técnica e nos valores ali encontrados, os quais, contudo, não contemplavam a possibilidade de a Eletrobrás contestar a legalidade daquela medida provisória e, portanto, não refletiam a indenização que poderia resultar se a Companhia não renunciasse a seus direitos preexistentes

cessão de geração e de transmissão de energia elétrica celebrados entre subsidiárias da Companhia, de um lado, e a própria União, de outro – aquelas como concessionárias e esta última como poder concedente.

3. A renovação de tais contratos foi feita ao amparo da Medida Provisória nº 579, de 2012, posteriormente alterada pela Medida Provisória nº 591, também de 2012, e finalmente convertida na Lei nº 12.783, de 2013 (“MP 579”). A MP 579 previa uma série de medidas para diminuir o custo da energia elétrica no País.

4. Este caso apresenta alguns desafios, sobretudo porque envolve a atuação de uma pessoa jurídica de direito público enquanto tal, com todas as suas competências regulatórias e administrativas, e também enquanto acionista controlador de sociedade de economia mista, situação em que se sujeita a normas de direito privado que lhe atribuem direitos e deveres. Trata-se de assunto que a CVM ainda não enfrentou no contexto do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

5. Antes de começar o voto, gostaria de abordar dois conjuntos de argumentos distintos que desafiavam a estratégia acusatória.

II. Considerações iniciais

a) Escopo da acusação

6. O primeiro grupo de argumentos que desafia a estratégia acusatória foi trazido pelo acionista minoritário E.D.N. (“Reclamante”). Aos olhos desse acionista, a conduta da União ora discutida configuraria abuso de poder de controle e, por isso, tal imputação deveria ser acrescentada à peça acusatória. O Reclamante deseja ainda que também ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (“BNDES”) e à BNDES Participações S.A. (“BNDESPAR”) seja imputado o descumprimento do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976. Por fim, ele requer a inclusão dos conselheiros de administração da Eletrobrás no rol de acusados por suposto descumprimento (i) do art. 157 da Lei 6.404, de 1976; e (ii) dos artigos 153, 154 e 155 dessa mesma lei. Em resumo, diante dos mesmos fatos, o Reclamante teria feito inúmeras outras acusações.

7. Talvez para isolar a questão da atuação de uma entidade pública como acionista controladora no contexto do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, que por si só já é uma discussão complexa, a Acusação foi construída de forma cirúrgica, separando essa questão de outras discussões que, apesar de estarem em alguma medida presentes nos fatos, poderiam gerar controvérsias de natureza diversa. Muitas vezes essa estratégia acusatória priorizou irregularidades mais bem fundamentadas e com maior clareza na doutrina a teses mais difíceis.

8. Assim como o Reclamante, eu, se esse fosse o meu papel, teria dúvidas sobre algumas das estratégias adotadas pela Acusação. Por exemplo, como tratarei adiante neste voto, acredito que muitas das divisões e distinções teóricas feitas pela SEP, embora fundamentadas em respeitada doutrina, podem ser de difícil aplicação diante de situações

fáticas, que são sempre multifacetadas.

9. Além disso, definitivamente discordo do tratamento dado ao BNDES e à BNDESPAR pela Acusação³⁸⁸ e tenho dificuldade de entender o raciocínio adotado para escusá-los neste processo, ainda mais quando as mesmas entidades foram acusadas no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2012³⁸⁹.

10. Entretanto, as questões trazidas pelo Reclamante foram enfrentadas pela Acusação, que expôs por que, em seu entender, a inclusão de outros acusados ou acusações não se justificaria e consubstanciou na peça acusatória a decisão de como tratá-los. Assim, acredito que a escolha de prosseguir com irregularidades mais bem fundamentadas e preterir teses mais difíceis tenha sido uma estratégia acusatória consciente, refletida e legítima.

11. Como já tive a oportunidade de me manifestar³⁹⁰, não cabe ao Colegiado da CVM, como instância julgadora, reformular a lógica acusatória. Em 2002, por meio de uma reforma nas regras que tratam de procedimentos sancionadores da CVM, introduziu-se nesta Autarquia uma saudável segregação das funções acusatória e julgadora, de modo a melhor cumprir com os princípios inerentes aos processos administrativos sancionadores, em especial, com o princípio da independência dos julgadores³⁹¹.

388 Para a SEP, o BNDES e a BNDESPAR são detidos integralmente pela União e justamente em razão desses vínculos nenhuma responsabilização administrativa lhes deveria ser imputada. Segundo a lógica acusatória, a vontade do BNDES e da BNDESPAR não seria autônoma à da União e considerá-los imputáveis em relação à infração seria responsabilizá-los por ato de terceiro.

389 Trata-se de processo julgado em 2.12.2014, relatado pela Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes e que teve como objeto o exercício indevido do direito de voto por entidades fechadas de previdência complementar patrocinadas por companhias controladas pela União Federal, com o consequente descumprimento da vedação à participação em eleições reservadas a acionistas minoritários e acionistas titulares de ações preferenciais para escolha de membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal em assembleias gerais.

390 3 Ver Processos Administrativos CVM nº SP2011/302 e 2011/303, decididos em 24.6.2014. Até 2002, a instauração de inquérito administrativo na CVM dependia de aprovação, pelo Colegiado, de proposta submetida por um dos seus membros ou por qualquer Superintendente. Quando dessa aprovação, o Colegiado também designava os responsáveis pela instrução do inquérito, e, diante do relatório apresentado, poderia: (i) determinar a realização de diligências; (ii) arquivar o caso; ou (iii) concluir pelo cabimento ou não de responsabilização, intimando o acusado para apresentação de defesa ou excluindo-o do processo. Decorrido o prazo para o contraditório, o Colegiado procedia com o julgamento. A partir de 2000, por força da Resolução CMN nº 2.785, diante de elementos suficientes de autoria e materialidade da infração, tornou-se possível a formulação de termos de acusação pelas Superintendências, independentemente da instituição de Comissões de Inquérito. O Colegiado passou a aprovar os referidos termos de acusação. Até 2002, portanto, o Colegiado exercia papel relevante tanto na função acusatória da CVM quanto em sua função julgadora.

Em 2002, com a edição da Deliberação CVM nº 457, houve uma evolução importante em relação à delimitação das competências do Colegiado na função acusatória desempenhada pela CVM. A referida norma atribuiu autonomia às Superintendências e às Comissões de Inquérito para o exercício das funções acusatórias. Ao mesmo tempo em que deram maior eficiência para a condução das atividades da Autarquia, as alterações realizadas em 2002 aperfeiçoaram o próprio sistema punitivo da CVM, evitando que o Colegiado fosse instado a se manifestar e formular acusações sobre casos que posteriormente seriam levados ao seu próprio julgamento. Desta forma, buscou-se inibir quaisquer potenciais conflitos que poderiam decorrer dessa cumulação de funções. A reforma de 2002, portanto, teve como um dos principais objetivos a segregação de funções acusatória e julgadora porque se entendeu à época (entendimento com o qual eu concordo) que este era um desenho institucional mais adequado a cumprir com os princípios inerentes aos processos administrativos sancionadores, em especial o da independência dos julgadores. Assim, nos termos da reforma, às áreas técnicas coube o desempenho da função acusatória e, ao Colegiado, o exercício da função julgadora. Essa evolução na estrutura e na distribuição de competências no âmbito da CVM foi reafirmada na edição da Deliberação CVM nº 538, de 2008, que é a norma em vigor sobre os processos administrativos sancionadores.

391 Competências subsidiárias do Colegiado, como a determinação de novas diligências, ou a redefinição da natureza jurídica dos fatos, apenas complementam a acusação formulada unilateralmente pelas superintendências ou comissões de inquérito.

12. Nos termos dessa reforma, coube às áreas técnicas o desempenho da função acusatória e, ao Colegiado, o exercício da função julgadora. Obviamente, sempre é possível que o relator devolva os autos à Superintendência que houver formulado a acusação, seja para suprir irregularidades, caso a peça acusatória não tenha observado o disposto no art. 6º, ou no art. 11, da Deliberação CVM nº 538, de 2008, seja para dar aos fatos definição jurídica diversa da que constar da peça acusatória.

13. Mas, no presente contexto, não acredito que as discordâncias que o Reclamante tem ou mesmo os meus incômodos em relação à peça acusatória possam ser considerados irregularidades para fins dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538, de 2008, ou ainda uma definição jurídica inadequada dos fatos narrados. Tampouco são questões que tenham passado despercebidas pela Acusação. Ao contrário, a peça acusatória as enfrenta e refuta. Por isso, entendo que cabe tanto a mim, como relatora, quanto ao Reclamante, respeitar a lógica e a estratégia adotada pela Acusação.

14. Por essas razões, indefiro os pedidos do Reclamante.

b) Manifestações da PFE

15. Um segundo grupo de argumentos que merece atenção é o trazido pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE” ou “Procuradoria”) e reiterado pela Defesa, inclusive por meio da transcrição de trechos da referida manifestação.

16. Chamada a se manifestar sobre o termo de acusação, conforme determina a Deliberação CVM nº 538, de 2008, a PFE concluiu que a União não estava impedida de votar na AGE e questionou o mérito da acusação. A SEP analisou os argumentos trazidos pela PFE e, contestando-os, optou por manter a acusação.

17. Primeiro, a Procuradoria alegou que o precedente invocado pela Acusação em matéria de conflito de interesses – a decisão proferida pelo Colegiado em 9.9.2010 no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/13179 (caso Tractebel) – “tem algumas peculiaridades que podem fazer com que não seja o melhor paradigma” (fl. 844).

18. Naquela ocasião, o Colegiado decidiu pelo impedimento de voto de acionista controlador em assembleia geral que deliberaria sobre a celebração de um contrato entre tal acionista e a companhia sob seu controle. Segundo a Procuradoria, o voto condutor proferido naquele processo tinha como premissa a assimetria de informações existente entre o controlador, de um lado, e os minoritários da companhia, de outro, relativamente às informações da transação submetida à assembleia.

19. Na interpretação da Procuradoria, portanto, a circunstância da assimetria informacional teria sido preponderante na decisão do Colegiado pelo impedimento de voto naquele precedente. Nesse sentido, a PFE afirmou que “[o] que se buscava, na oportunidade, era o alinhamento de interesses e garantias contra os problemas de cunho informacional” (fl. 844).

20. Essa não me parece ser a melhor interpretação daquela decisão. Pelo contrário, a

conclusão pelo impedimento de voto partiu de várias circunstâncias, analisadas com bastante detalhe e extensão nos quatro votos proferidos em defesa de uma leitura formal e impeditiva da hipótese de conflito de interesses presente no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

21. Discutiu-se, ali, se a hipótese final e mais genérica de conflito prevista no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, levaria a um impedimento de voto do acionista ou se, ao contrário, ela pressuporia que um voto seja efetivamente proferido para, então, verificar se o conteúdo concreto dessa manifestação de vontade violou o interesse da companhia.

22. O que se consagrou naquela decisão foi o entendimento de que a existência de um interesse conflitante com o da companhia se traduz em proibição de voto para o acionista conflitado. Não era apenas uma questão de assimetria informacional. Os fundamentos dos votos proferidos naquela ocasião me parecem bastante claros a esse respeito.

23. Mas a Procuradoria foi além e fez uma segunda diferenciação entre esse precedente e o caso de que cuida este processo: segundo a PFE, se é verdade que a decisão anterior do Colegiado envolvia uma contratação entre partes relacionadas, o mesmo não poderia ser dito do caso ora analisado.

24. Para a Procuradoria, a MP 579 não deve ser considerada “matéria contratual”, mas “ato do príncipe decorrente da função legiferante do Estado”. Nesse sentido, a PFE afirmou que “[n]ão se pode equiparar eventual adesão aos termos de uma legislação com a realização de contrato bilateral”, sobretudo porque a referida norma “não foi dirigida única e exclusivamente à Eletrobrás, mas sim a todas as geradoras, transmissoras e distribuidoras de energia elétrica”. Trata-se, ainda nas palavras da PFE, de “norma de aplicação geral, caracterizando-se como atuação legislativa e reguladora do Estado, não se confundindo com atividade meramente contratual” (fl. 846)³⁹².

25. A Defesa retomou esse argumento, transcrevendo trechos da manifestação da Procuradoria. Discordo desse entendimento. Na realidade, a MP 579 continha normas de natureza distinta. Sem dúvida, alguns de seus comandos remetiam a um poder regulatório do Estado em matéria de energia elétrica, derivado, em última instância, das leis que regem o setor e da Constituição Federal; eram, portanto, cogentes e aplicar-se-iam a todas as suas destinatárias.

26. Ocorre que a própria estrutura da MP 579 pressupunha a tomada de decisões de caráter puramente negocial pelas suas destinatárias. Não há como ser diferente: a exploração das atividades de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica é fei-

³⁹² Acredito que a PFE tenha se engajado nesse argumento para relacionar o presente processo ao Recurso Especial 745.739/RJ, julgado pelo Superior Tribunal de Justiça em 28.8.2012. No mencionado processo, em que se deu ganho de causa à Petrobras em detrimento dos pleitos de abuso de poder de controle e ressarcimento por danos causados aos minoritários da Petrobras Química S.A. – Petroquisa, o principal argumento do Ministro-Relator, ao isentar a Petrobras de abuso de poder de controle, foi de que um comportamento diferente dependeria de violação legal, uma vez que a Petrobras cumpria os comandos da Lei nº 8.031, de 1990, ao permitir que a Petroquisa recebesse títulos federais por seu valor de face, muito inferior ao valor de mercado. No presente processo, conforme se discutirá em seguida, a situação é distinta porque a não renovação dos contratos não implicava afronta direta à MP 579.

ta mediante a celebração de contratos de concessão, a que as partes aderem livremente; pressupõe, portanto, a manifestação de vontade de um poder concedente, de um lado, e da concessionária, de outro. As destinatárias da norma tinham uma opção (e a norma é toda construída a partir dessa premissa): renovar ou não renovar as concessões de forma antecipada. Tanto é assim que outras concessionárias na mesma situação da Eletrobrás optaram por não renová-las.

27. A União poderia estipular as condições de prestação do serviço público, mas não poderia obrigar (no sentido jurídico da palavra) uma concessionária a continuar explorando determinada atividade dentro dessas novas condições sem uma manifestação de vontade da concessionária. Isso iria de encontro ao próprio modelo de exploração consagrado pela Constituição Federal: o de concessão do exercício daquela atividade, por um determinado período, com todos os institutos típicos dessa estrutura contratual por natureza, como a encampação, a caducidade, a rescisão etc³⁹³.

28. Nesse sentido, o próprio parecer interno elaborado pela Companhia deu conta de que “o pedido de prorrogação do contrato é uma faculdade da concessionária” e aduziu que “[n]ão há, e nem poderia haver, compulsoriedade quanto a esse ato”, tendo em vista que, “[p]elo regime constitucional vigente, a descentralização de serviços da União se dará por intermédio de concessão ou permissão e o meio jurídico a dar suporte para tanto terá natureza contratual”. Ainda de acordo com o parecer, “[s]endo ato bilateral, a manifestação de vontade de ambas as partes é requisito essencial”, de modo que “está no âmbito da análise de conveniência e oportunidade da concessionária optar ou não pela prorrogação do contrato vigente” (fl. 544).

29. Assim, a matéria submetida à AGE configurava um contrato entre partes relacionadas, no qual havia oportunidade para avaliação da conveniência e oportunidade sobre os termos da sua celebração e sobre essa própria celebração.

30. Há um último ponto levantado pela Procuradoria e retomado pela peça de defesa sobre o qual eu gostaria de me manifestar. Trata-se da invocação do “princípio da preservação da empresa”, que, segundo a PFE, deve pautar os atos de “toda sociedade”. Nas palavras da Procuradoria, “[a] transição da perspectiva contratualista das sociedades para a concepção institucionalista foi especialmente ressaltada com o advento da Lei nº 11.101/2005, que definitivamente consagrou o princípio ora referido”. Afirma a PFE e cita a Defesa que o advento da mencionada lei retirou “a visão individualista com prevalência da vontade dos sócios para realçar a função social da organização societária”, e que a sociedade deveria, portanto, “ser vista em sua continuidade”, já que “sua

393 A própria MP 579 dedicava um capítulo inteiro (Capítulo III) aos procedimentos de licitação das concessões que não fossem renovadas. No art. 9º, §1º, lê-se, por exemplo, que “[c]aso não haja interesse do concessionário na continuidade da prestação do serviço nas condições estabelecidas nesta Medida Provisória, o serviço será explorado por meio de órgão ou entidade da administração pública federal, até que seja concluído o processo licitatório de que trata o art. 8º”. Como se não bastasse, ao tratar da prestação de serviços públicos em seu art. 175, a Constituição Federal menciona expressamente as formas pelas quais ela será delegada a particulares (“sob regime de concessão ou permissão”) e chega a mencionar, no inciso I do parágrafo único desse dispositivo, a circunstância de que elas se efetivam mediante a celebração de um contrato. No mesmo sentido, a própria União Federal reconhece, em sua defesa, que determinadas condições da MP 579 eram de “livre adesão pelos concessionários” (fl. 886).

função é, exatamente, buscar a conservação de sua atividade empresarial” (fl. 848).

31. Tenho dois problemas com esse argumento.

32. O primeiro é quanto ao conteúdo do princípio da preservação da empresa. Ele é invocado no ordenamento jurídico no contexto da crise da empresa. Ele aparece na Lei nº 11.101, de 2005, que regula a falência e a recuperação judicial de empresários e sociedades empresárias. Em especial, essa lei abordou tal princípio ao tratar desse último instituto e do embate natural entre os credores da empresa, de um lado, com sua pretensão de satisfação do crédito, e a própria empresa, de outro, com seus sócios, empregados e demais interessados na continuidade de sua existência.

33. Como o próprio nome indica, a preocupação do aludido princípio recai sobre a empresa, isto é, volta-se mais ao conjunto organizado dos bens e fatores de produção do que à preservação da sociedade em si. Logo, creio que a PFE atribuiu ao conceito de preservação da empresa um significado que ele não tem ou procura aplicá-lo a um contexto muito diferente daquele em que o conceito foi concebido³⁹⁴.

34. As constatações do parágrafo anterior são especialmente importantes quando se trata de companhia concessionária de serviços públicos. Isso porque, em matéria de concessões, há institutos jurídicos específicos que se voltam para a continuidade da prestação dos serviços que constituem seu objeto. Um desses instrumentos é a reversibilidade dos bens vinculados à prestação do serviço. Extinta a concessão, os bens reversíveis são retomados pelo poder concedente, que assume a prestação do serviço e pode ocupar as respectivas instalações (cf. art. 35, §§ 1º, 2º e 3º, da Lei nº 8.987, de 1995)³⁹⁵. Ou seja, preserva-se a empresa e a sociedade prossegue com os demais ativos que detinha ou, na ausência de outros ativos, extingue-se, se assim deliberarem os sócios.

35. É verdade que o legislador, na Lei nº 6.404, de 1976, sem mencionar expressamente o princípio da preservação da empresa, preocupou-se em um ou outro momento com a perenidade da companhia e seu caráter institucional. Manifestações desse tipo são encontradas na lei quando afirma, por exemplo, que “[o] acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua

394 Se retomássemos a clássica teoria formulada por Alberto Asquini, segundo a qual a empresa, enquanto fenômeno econômico poliédrico, poderia ser compreendida sob diferentes perfis jurídicos, creio que o conceito de empresa adotado pela lei falimentar brasileira se aproximaria do perfil funcional, isto é, da empresa enquanto atividade empresarial (Cf. ASQUINI, Alberto. “Profili dell’impresa”, Trad. Fábio Konder Comparato, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 104, out./dez. 1996, pp. 109-126). Nesse sentido, observo que, segundo Jorge Lobo, “[a] recuperação judicial tem por finalidades imediatas a preservação dos negócios sociais, a continuidade do emprego e a satisfação dos direitos e interesses dos credores e, por finalidades mediatas, estimular a atividade empresarial, o trabalho humano e a economia creditícia” (LOBO, Jorge. “Da recuperação judicial” in TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlo Henrique (coord.). *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 3ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 132). Da mesma forma, Waldo Fazzio Júnior assevera que “a preservação da empresa não significa a preservação do empresário ou dos administradores da sociedade empresária” (FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Nova lei de falência e recuperação de empresas*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 36).

395 “Art. 35, §1º - Extinta a concessão, retornam ao poder concedente todos os bens reversíveis, direitos e privilégios transferidos ao concessionário, conforme previsto no edital e estabelecido no contrato. §2º - Extinta a concessão, haverá a imediata assunção do serviço pelo poder concedente, procedendo-se aos levantamentos, avaliações e liquidações necessários. §3º - A assunção do serviço autoriza a ocupação das instalações e a utilização, pelo poder concedente, de todos os bens reversíveis. [...]”

função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender” (art. 116, parágrafo único), ou quando considera abuso de poder de controle “promover a liquidação de companhia próspera” (art. 117, §1º, alínea “b”).

36. No entanto, não se tem notícia de que tais dispositivos, que se encontram na parte geral da lei e, portanto, aplicam-se indistintamente a todas as sociedades anônimas, tenham sido alguma vez invocados para permitir o voto de um acionista controlador supostamente conflitado em assembleia geral. O princípio da preservação da empresa não serve como escusa geral para o descumprimento das regras da lei.

37. O meu segundo problema com o argumento da preservação da empresa é que a decisão de não renovar os contratos de concessão imediatamente não impedia que a Eletrobras participasse das futuras licitações para as concessões que operava e que venceriam no futuro³⁹⁶ e mesmo de outras licitações.

38. Portanto, ainda que não houvesse instrumentos específicos no direito administrativo para lidar com a continuidade da empresa, a continuidade da Eletrobras não estava necessariamente ameaçada como parece entender a Defesa. A decisão era entre renovar naquele momento, aceitando uma série de novas condições para o exercício das concessões, ou enfrentar novas licitações no vencimento dos contratos, sob condições mais incertas.

39. Assim, acredito que esse argumento não se sustenta nem sob o ponto de vista teórico, nem sob o ponto de vista prático.

III. A sociedade de economia mista e a Lei nº 6.404, de 1976.

40. A Lei nº 6.404, de 1976, dedica um capítulo próprio às sociedades de economia mista (Capítulo XIX) e reconhece de forma explícita a justaposição de funções que o controlador público dessas companhias desempenha. O art. 238 da lei, contido neste capítulo específico, é o dispositivo mais emblemático dessa interseção de papéis protagonizados pela pessoa jurídica de direito público que controla uma sociedade de economia mista.

41. A CVM já teve a oportunidade de enfrentar algumas vezes o arranjo legal que envolve as companhias controladas por entes públicos e tem consolidado o entendimento de que a leitura conjunta dos artigos 235 e 238 da Lei nº 6.404, de 1976, revela a essência do regime jurídico que regula as relações entre o ente estatal controlador e os acionistas minoritários de uma sociedade de economia mista.

42. O art. 235 da Lei nº 6.404, de 1976, dispõe que: “as sociedades anônimas de economia mista estão sujeitas a esta Lei, sem prejuízo das disposições especiais de lei federal”.

³⁹⁶ O art. 8º da Lei nº 12.783, de 2013, previa que “[a]s concessões de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica que não forem prorrogadas, nos termos desta Lei, serão licitadas, na modalidade leilão ou concorrência, por até 30 (trinta) anos”.

Esse artigo prossegue para, em seu §1º, estender o compromisso de conformidade dessas companhias também ao regime típico daquelas companhias sob jurisdição da CVM.

43. O art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976, por sua vez, reforça os deveres e responsabilidades do Estado controlador estabelecidos nos artigos 116 e 117 da mesma lei, mas ressalta que o Estado “poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”. Em outras palavras, esse dispositivo reitera o fato de que o controlador público está sujeito aos mesmos limites que conformam a atuação de um controlador privado, ao mesmo tempo em que admite uma condução heterodoxa das atividades da companhia, desde que voltada ao atendimento do interesse público ali referido.

44. Assim, de um lado, o acionista minoritário deve investir na companhia ciente de que o ente que a controla, ao conduzir os seus negócios, poderá dar prioridade ao interesse público, ainda que isso prejudique seu retorno financeiro (art. 238). Mas, por outro lado, esse mesmo ente público se compromete a observar todas as demais regras da Lei nº 6.404, de 1976, inclusive as que limitam o seu próprio poder (art. 235 e art. 115, §1º) ou que lhe atribuem deveres fiduciários (art. 116 e 117), assim como as regras emitidas pela CVM (art. 235, §1º)³⁹⁷.

45. O art. 238 não parece afastar os deveres e responsabilidades atribuídos a qualquer acionista controlador ou modificar as regras gerais às quais está sujeita qualquer companhia aberta. Ao contrário, reafirma-os e, em caráter excepcional, estabelece apenas que as atividades da companhia poderão ser conduzidas pelo controlador (e exclusivamente pelo controlador) de modo a atender o interesse público que justificou a sua criação³⁹⁸.

46. Na verdade, a principal consequência do art. 238 não é um regime de exceção

397 Esse entendimento foi expresso nas seguintes oportunidades: i) Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/96, julgado em 29.6.2005: o então Presidente Marcelo Fernandez Trindade esclareceu que: (a) “a lei, no mesmo artigo em que reafirma a responsabilidade da pessoa jurídica controladora de sociedade de economia mista, dizendo-a expressamente sujeita aos mesmos deveres e responsabilidades imposta aos demais acionistas controladores, autoriza essa mesma pessoa jurídica a praticar atos que atendam ao interesse público — e não qualquer interesse público, mas o interesse público que especificamente tiver justificado a criação daquela sociedade de economia mista; e que (b) quando o controlador ente estatal orienta a companhia para atender “ao interesse público que justificou sua criação”, o ônus da prova é do controlador e não da CVM; ii) Processos Administrativos CVM nº RJ2007/10879 e RJ2007/13216, julgados em 24.10.2008: o Diretor Marcos Pinto afirmou que a leitura conjunta dos artigos 238 e 235 revela “a essência do acordo legislativo que preside as relações entre a União e os acionistas de uma sociedade de economia mista. De um lado, o acionista minoritário deve investir na companhia ciente de que a União dará prioridade ao interesse público, ainda que isso prejudique seu retorno financeiro (art. 238). Por outro lado, a União se compromete a observar todas as demais regras da Lei nº 6.404/76, inclusive as que limitam o seu próprio poder (art. 235)”.

398 Esse entendimento é corroborado pela doutrina que defende que a autorização legal para que o ente estatal controlador oriente a companhia de acordo com o interesse público que justificou a sua criação é uma ampliação das obrigações do Estado, e não uma escusa para o descumprimento de outras obrigações que a lei lhe imponha. Nesse sentido, valho-me das palavras de Mario Engler Pinto Júnior, autor de uma das mais completas obras sobre o tema das empresas estatais, que, lendo conjuntamente os artigos 116 e 238, defende que: “[o]s deveres e responsabilidades do Estado como acionista controlador são mais amplos do que os imputáveis ao empresário privado. Além de atuar no interesse dos demais acionistas (se existentes) e de terceiros abrangidos pelo conceito de função social da empresa (trabalhadores, consumidores, fornecedores, credores e comunidade local), o Estado deve exercer ativamente o poder de comando para fazer com que a companhia cumpra sua missão pública, na esteira do artigo 238 da Lei nº 6.404/76” (PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Empresa estatal: função econômica e dilemas societários*. São Paulo: Atlas, 2013, p. 341).

justificado pelo interesse público, mas, sim, a confirmação de que o regime jurídico societário, construído e desenvolvido ao longo do tempo como um parâmetro de convívio para a proteção dos interesses típicos de uma coletividade dos sócios, permanece incólume e aplicável à disciplina das situações de conflito que podem opor os acionistas, sejam eles públicos ou privados.

47. O que, a meu ver, o art. 238 parece impedir é que se questione as decisões do controlador quando elas visam a promover o interesse público primário que justificou a criação da companhia. Em outras palavras, a lei permite ao controlador público uma lógica diferente daquela que impõe ao controlador privado.

48. A Lei, no entanto, não dá ao controlador público poderes mais amplos ou prerrogativas diferentes daquelas que dá ao controlador privado. O controlador público, nesta capacidade, não tem uma competência maior que a dos controladores privados. Ele tampouco se submete a um regime societário diferente. E, a meu ver, o presente processo não questiona se o conteúdo de uma decisão atendia ao interesse da companhia ou ao interesse público que justificou a criação da companhia. A discussão do presente processo é se o regime do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, se aplica ou não ao controlador público.

49. Ademais, a referência a um interesse público específico e limitado, qual seja, aquele que justificou a criação da sociedade de economia mista, denota a preocupação do legislador de limitar a utilização heterodoxa da companhia ao conteúdo de uma norma específica, conferindo previsibilidade e segurança jurídica aos investidores em geral.

50. A parte final do art. 238 somente se explica pela intenção do legislador de limitar o interesse público que pode mover o Estado. Isto porque seria desnecessário dizer ao Estado que deve agir orientado pelo interesse público – é premissa de toda ação do Estado se pautar por algum interesse público, de grande ou reduzida extensão, em especial, quando o Estado abre uma exceção à regra da livre iniciativa e resolve exercer uma atividade econômica por meio de uma empresa pública ou de economia mista³⁹⁹. Assim, não haveria razão de expressar esta faculdade no art. 238, caso não fosse necessário limitar este interesse pelo qual se legitimam práticas heterodoxas do Estado como controlador.

51. O Estado, assim, não está autorizado a conduzir os negócios da companhia com base em qualquer interesse público, mas tão somente aquele enunciado na lei que criou a respectiva estatal. No entanto, há grandes desafios na aplicação e interpretação do art. 238.

52. Na tentativa de definir o conteúdo do interesse público a que se refere o art. 238, a doutrina brasileira costuma recorrer à distinção entre interesses públicos primários

³⁹⁹ De fato, se a regra é a livre iniciativa e o exercício de atividade econômica é, por excelência, campo de atuação privada, a que o Estado acede apenas excepcionalmente nas hipóteses previstas na Constituição Federal (art. 173, caput), então o poder público tem o dever de, nessas hipóteses excepcionais, perseguir o interesse público que justifica a sua atuação naquela seara específica. Da mesma forma, o Estado tem o dever de prestar ou organizar os serviços públicos que a Constituição Federal lhe atribuiu (art. 175).

e interesses públicos secundários. Trata-se de uma classificação de que autores de direito administrativo normalmente se valem para evidenciar que nem todo interesse perseguido pelo Estado representa, em sua essência, desígnios típicos e comuns aos membros da coletividade.

53. Segundo essa distinção, consideram-se interesses públicos primários os interesses da coletividade propriamente ditos, confiados à tutela do Estado, que existe para promovê-los. Em paralelo, o Estado, enquanto pessoa jurídica autônoma e com existência própria, adquire e desenvolve interesses exclusivamente seus, que igualmente defende e persegue. Esses interesses de titularidade do aparato estatal, ditos secundários, não se confundem com os interesses primários, embora a realização de ambos esteja a cargo do Estado⁴⁰⁰.

54. Celso Antônio Bandeira de Mello dá exemplos de interesses públicos secundários: o Estado poderia ter interesse em tributar desmesuradamente os administrados, enriquecendo o erário, mas empobrecendo os contribuintes; em se esquivar ao pagamento de um valor justo de desapropriação, resguardando seu patrimônio, mas deixando os particulares à própria sorte; em fugir à responsabilidade patrimonial por atos lesivos que causasse a terceiros, evitando despesas, mas sacrificando as noções mais mezinhas de justiça⁴⁰¹.

55. Todos esses interesses pertencem apenas ao Estado enquanto pessoa jurídica au-

400 Vale a pena transcrever as palavras de Celso Antônio Bandeira de Mello: “[...] não existe coincidência necessária entre interesse público e interesse do Estado e demais pessoas de Direito Público. É que, além de subjetivar esses interesses, o Estado, tal como os demais particulares, é, também ele, uma pessoa jurídica, que, pois, existe e convive no universo jurídico em concorrência com todos os demais sujeitos de direito. Assim, independentemente do fato de ser, por definição, encarregado dos interesses públicos, o Estado pode ter, tanto quanto as demais pessoas, interesses que lhes são particulares, individuais, e que, tal como os interesses delas, concebidas em suas meras individualidades, se encarnam no Estado enquanto pessoa. Estes últimos não são interesses públicos, mas interesses individuais do Estado, similares, pois, (sob prisma extrajurídico), aos interesses de qualquer outro sujeito. Similares, mas não iguais” (BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio, Curso de Direito Administrativo, p. 66).

No mesmo sentido, Otavio Yazbek: “Destaca Alessi que o fim perseguido pela Administração deve sempre ser, em um primeiro momento, um interesse coletivo ‘formato dal complesso degli interessi individuali prevalenti in una determinata organizzazione giuridica della collettività’. Este interesse primário não deve ser confundido com os interesses próprios da Administração. Estes últimos, de titularidade do aparato estatal propriamente dito, mais relacionados à subsistência deste, seriam os interesses públicos secundários” (YAZBEK, Otavio, “Privatizações e relação entre interesses públicos primários e secundários – as alterações na legislação societária brasileira”, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 120, out./dez. 2000, pp. 107/108).

401 Celso Antônio Bandeira de Mello aponta que a distinção entre interesse público primário e interesse público secundário é corrente na doutrina italiana e remonta à obra de Renato Alessi. Cf. BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio, Curso de Direito Administrativo, São Paulo: Malheiros, 2012, 29ª ed., pp. 66/67. Ainda a respeito dessa distinção, os autores de direito administrativo costumam afirmar que os interesses públicos secundários da Administração Pública, ou interesses estatais, têm natureza apenas instrumental: servem à realização das finalidades públicas que justificam a existência do Estado, isto é, ao atendimento de interesses públicos primários. A tutela do patrimônio do Estado, por exemplo, justifica-se na medida em que a prestação de serviços públicos dela depende, mas não constitui um valor em si mesmo, capaz de se sobrepor aos interesses da coletividade. Havendo conflito entre interesses primários e secundários, a doutrina aponta que os primários devem prevalecer. “Ora, em caso de necessidade de oposição entre interesses públicos primários e secundários, e considerada a natureza instrumental destes últimos, deveriam sempre prevalecer os interesses primários, aqueles em razão dos quais existe a própria organização estatal. É claro que, não raro, interesses primários e secundários encontram-se entremeados, sendo comum que o atendimento ao interesse secundário seja verdadeiro requisito para um melhor atendimento a interesses primários diversos. Permanece, porém, o valor da distinção como critério organizativo, fundamento de uma análise crítica da matéria” (YAZBEK, Otavio, “Privatizações e relação entre interesses públicos primários e secundários – as alterações na legislação societária brasileira”, p. 108).

tônoma, que, quando os defende, age como qualquer indivíduo agiria; no entanto, eles não se confundem com os interesses da coletividade como um todo, com os quais chegam a conflitar nesses exemplos⁴⁰².

56. A grande maioria dos autores nacionais que se debruçou sobre o art. 238 da lei das sociedades por ações recorre a essa classificação para resolver o problema do interesse público ali mencionado. Fazem-no Fabio Konder Comparato⁴⁰³, Modesto Carvalho-sa⁴⁰⁴, José Alexandre Tavares Guerreiro⁴⁰⁵ e Mario Engler Pinto Junior⁴⁰⁶. Também o fazem, nos autos deste processo, Nelson Eizirik, no parecer que subscreve em conjunto

402 Ainda a respeito dessa distinção, os autores de direito administrativo costumam afirmar que os interesses públicos secundários da Administração Pública, ou interesses estatais, têm natureza apenas instrumental: servem à realização das finalidades públicas que justificam a existência do Estado, por exemplo, justifica-se na medida em que a prestação de serviços públicos dela depende, mas não constitui um valor em si mesmo, capaz de se sobrepor aos interesses da coletividade. Havendo conflito entre interesses primários e secundários, a doutrina aponta que os primários devem prevalecer. “Ora, em caso de necessidade de oposição entre interesses públicos primários e secundários, e considerada a natureza instrumental destes últimos, deveriam sempre prevalecer os interesses primários, aqueles em razão dos quais existe a própria organização estatal. É claro que, não raro, interesses primários e secundários encontram-se entremeados, sendo comum que o atendimento ao interesse secundário seja verdadeiro requisito para um melhor atendimento a interesses primários diversos. Permanece, porém, o valor da distinção como critério organizativo, fundamento de uma análise crítica da matéria” (YAZBEK, Otavio, “Privatizações e relação entre interesse públicos primários e secundários – as alterações na legislação societária brasileira”, p.108).

403 Sem se referir expressamente às expressões “primário” e “secundário” e escrevendo ainda sob a vigência da Constituição Federal de 1969, Comparato assim se manifestou sobre o assunto: “Ocorre, ainda, que a expressão ‘interesse público’, empregada no citado art. 238 da lei de sociedades por ações, é das mais ambíguas, pois abrange, indistintamente, os bens comuns da sociedade civil e os particulares do Estado, enquanto organização patrimonial. É evidente que as empresas públicas e as sociedades de economia mista não podem ser criadas, em nosso regime constitucional, para satisfazer interesses financeiros do Poder Público, numa forma desviante de arrecadação de receita. Por isso mesmo, quando uma empresa estatal sacrifica seus resultados positivos de balanço, contraindo empréstimos em moeda estrangeira não exigidos pelo giro de seus negócios, mas tão só com o objetivo de acudir com recursos cambiais a uma administração central engolfada em desastrosa política de endividamento nacional, o desvio de funções é flagrante e indesculpável” (COMPARATO, Fábio Konder, “A reforma da empresa”, p. 64).

404 Modesto Carvalhosa se refere expressamente aos ensinamentos de Renato Alessi. Criticando a redação do art. 238, o autor afirma que somente a classificação dos interesses públicos em primários e secundários permite “dar sobrevida” ao dispositivo. Para ele, a sociedade de economia mista “precipualemente deve atender ao interesse público primário, e não ao interesse público secundário ou à finalidade de lucro” (CARVALHOSA, Modesto, Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, São Paulo: Saraiva, 2011, 5ª ed., vol. 4, tomo 1, p. 434). Em outra passagem da mesma página, o autor afirma que “[d]eve preponderar sempre o interesse público primário na atividade operacional das sociedades de economia mista”.

405 Em passagem bastante incidental e que não trata diretamente dessa distinção, Tavares Guerreiro se refere à dicotomia entre interesses da coletividade e interesses estatais, afirmando que pode haver conflito de interesses quando o Estado pretender favorecer interesses públicos secundários, como agradecer seus servidores à custa da sociedade de economia mista, atribuindo-lhes remuneração excessiva: “Logo, pode haver conflito de interesses no voto dado pela pessoa jurídica de direito público, controladora de sociedade de economia mista, se atendido foi o seu próprio interesse, enquanto personificação do Estado, e não o interesse público propriamente dito. Seria o caso, não cerebrino, de pessoa de direito público votar, em assembleia geral, remuneração excessiva a administradores ligados à administração pública por liame funcional. O interesse estatal conflitaria com o interesse social da companhia de economia mista, podendo ser sancionado. Se a pessoa jurídica deseja agradecer seus servidores à custa da sociedade de economia mista, não serve ao interesse desta, mas ao seu próprio. E cada vez menos se pode dizer que o interesse do Estado é, efetivamente, sinônimo de interesse público” (GUERREIRO, José Alexandre Tavares, “Conflitos de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais”, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 51, jul./set. 1983, p. 32).

406 O autor afirma, em relação às sociedades de economia mista que desempenham atividade econômica em sentido estrito, que “[s]omente o interesse público primário pode ser equiparado ao interesse coletivo inscrito no artigo 173 da Constituição Federal e, portanto, encampado como missão da empresa estatal”. Para ele, essas companhias “devem visar ao interesse público primário, entendido como o interesse da coletividade, e não ao interesse público secundário dos aparelhos estatais”. O autor também equipara o interesse público primário incorporado na sociedade de economia mista tanto à categoria de interesses coletivos quanto à de interesses difusos. Cf. PINTO JUNIOR, Mario Engler, Empresa estatal: função econômica e dilemas societários, São Paulo: Atlas, 2013, 2ª ed., pp. 230-234

com Modesto Carvalhosa⁴⁰⁷, e a própria Acusação – esta última apenas para corroborar seu raciocínio⁴⁰⁸. Para esses autores, somente interesses públicos primários recebiam a proteção conferida pelo art. 238.

57. A classificação dos interesses públicos em primários e secundários tem o mérito inequívoco de desmistificar a atuação estatal, lembrando o fato – já pressuposto pela primeira parte do art. 238 da lei e há muito tempo assimilado pelo direito administrativo e pelo direito constitucional – de que o atuar do poder público nem sempre encontra como fundamento um interesse verdadeiramente coletivo.

58. A distinção se mostra particularmente útil nos casos em que o Estado privilegia interesses exclusiva e visivelmente patrimoniais e financeiros, à custa dos demais acionistas da sociedade⁴⁰⁹.

59. Foi essa percepção de ilegalidade de atos que privilegiam os interesses do Estado estritamente patrimoniais em detrimento dos interesses da companhia e dos próprios acionistas que levou a CVM a reconhecer, em um caso passado, o abuso de poder de controle de uma pessoa jurídica de direito público – ainda que, na ocasião, o Colegiado não se tenha referido expressamente à classificação aqui mencionada⁴¹⁰.

60. Acredito que tenha sido essa distinção, vastamente defendida na doutrina nacional, e o reconhecimento trazido pelo precedente citado que tenham influenciado a estratégia acusatória, já discutida no presente voto, de cirurgicamente dissecar tudo

407 Cf. fls. 485/486. O parecer fora elaborado por Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa antes da realização da AGE, a pedido da administração da Companhia.

408 De acordo com o Termo de Acusação, especificamente às fls. 831/832: “[...] esse critério se aproxima bastante da dicotomia que parte da doutrina enxerga entre (i) o interesse público denominado primário, isto é, um interesse que se identifica diretamente com as razões que justificam a própria existência do Estado, como o acesso a serviços públicos básicos, tais quais a energia elétrica; e (ii) o interesse público designado secundário, que se traduz num interesse instrumental, de aparelhamento operacional do Estado, como a obtenção de recursos financeiros que viabilizem a sua atuação. Para os doutrinadores que sustentam essa distinção, apenas o interesse público primário justificaria o tratamento excepcional previsto no art. 238 da Lei 6.404/76. Os interesses públicos secundários não produziram o mesmo efeito. Se aplicássemos tal distinção ao caso concreto, a conclusão no sentido da ilegalidade praticada pela União permaneceria a mesma”.

409 Ou mesmo naquelas situações em que o Estado consagra interesses político-partidários que agradam a um determinado governo e às pessoas que o compõem – interesses esses que, a rigor, sequer poderiam ser ditos públicos, e, portanto, nem mesmo devem ser considerados “secundários” ou “estatais”. Nelson Eizirik dá alguns exemplos de interesses clientelísticos de natureza política: o loteamento de cargos na administração de sociedades de economia mista, com a eleição de pessoas sabidamente inaptas, moral ou tecnicamente, apenas para fortalecer coalizões partidárias; orientar opções de compra ou crédito para atender a correligionários; ou adotar, em relação a seus funcionários, políticas de remuneração excessivas, que discrepem dos padrões de mercado. Cf. EIZIRIK, Nelson L., *A Lei das S/A Comentada*, São Paulo: Quartier Latin, 2011, vol. 3, pp. 315/316.

410 Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/03, julgado em 4.7.2007 e retificado em 29.9.2007, relatado pelo Presidente Marcelo Trindade. Na ocasião, o Município de São Paulo, controlador de sociedade de economia mista denominada Anhembi Turismo e Eventos da Cidade de São Paulo S/A (“Anhembi”), era acusado de violar os artigos 116 e 117 da Lei nº 6.404, de 1976, pelo uso gratuito que fazia de seis carros locados (e, portanto, pagos) pela Anhembi. O relator do caso e autor do voto principal anotou o que segue sobre esse ponto da acusação: “Certamente se estivéssemos diante de companhia aberta normal, com controlador privado, uma tal cessão seria remunerada, sob pena de ser unanimemente reconhecida como espúria. O que se passa é que, em se tratando de sociedade de economia mista, a percepção da distinção entre o interesse da empresa e o do controlador parece não ter sido tão clara para as pessoas envolvidas. Mas, como antes expus, mesmo em se tratando de sociedade de economia mista, a Lei é expressa quanto aos deveres e responsabilidades dos administradores, não tendo ficado nem de longe provado que a cessão gratuita dos automóveis se deu no interesse público que justificou a criação da companhia. Assim, considero verificado o ilícito, ainda que a apenação deva ser feita de maneira compatível com a intensidade econômica da conduta, que foi a de cessão de 6 (seis) automóveis.”

quanto era objeto de decisão a respeito do contrato de concessão e identificar aqueles elementos nos quais os interesses da União eram, de forma irrefutável, meramente patrimoniais e, portanto, interesses públicos secundários que não justificariam um tratamento especial da conduta do controlador sob a ótica do art. 238.

61. O difícil exercício de construção da peça acusatória neste processo demonstra que essa distinção doutrinária, embora seja bastante útil, não resolve todos os problemas pertinentes à interpretação do art. 238. Primeiro porque a classificação dos interesses públicos em primários ou secundários julga a licitude da conduta do controlador público em função de uma combinação entre a intenção do Estado e as consequências patrimoniais da sua respectiva conduta. E essa distinção apresenta limitações. Ela nem sempre contribui para solucionar as zonas cinzentas ou as situações que envolvem interesses públicos primários e também interesses públicos secundários, como é o caso das decisões sobre o contrato de concessão.

62. Não por acaso, foi hercúleo o esforço da Acusação de segregar todos os possíveis interesses que não fossem meramente patrimoniais a fim de que não se pudesse argumentar que aqueles eram interesses primários.

63. Além disso, é relativamente simples conferir uma aparência de “primariedade” a um ato cuja real motivação é de natureza patrimonial ou não está diretamente ligada a um interesse coletivo. Ou ainda, mesmo que a distinção entre interesses primários e secundários esteja muito nítida, é fácil escusar-se alegando a impossibilidade de dar cumprimento ao primário sem, a reboque, atender também o secundário.

64. Outro limite da distinção entre interesses públicos primários e secundários é que ela não é suficiente para interpretar o art. 238, que, é bom lembrar, não se refere à consagração de qualquer interesse público, mas especificamente do interesse público que justificou a criação da companhia. Em outras palavras, não basta estarmos diante de um interesse público primário para que o respectivo ato do controlador público seja considerado lícito. É preciso também que a sua conduta encontre fundamento no interesse público concreto que motivou a criação da companhia.

65. Em síntese, embora a classificação dos interesses públicos em primários e secundários auxilie a interpretação do art. 238, ela não pode e não deve ser tomada de forma absoluta e em detrimento do critério adotado pela própria lei das sociedades por ações. Trata-se de ferramenta útil e, talvez, preliminar para determinar a licitude ou ilicitude de determinado ato do controlador público, mas que deve ser utilizada em conjunto com as demais circunstâncias do caso concreto, com o disposto na lei que criou a referida estatal e com o disposto em seu estatuto.

IV. Conflito de interesses em sociedades de economia mista

66. O acordo entre a companhia, de um lado, e alguém ligado a ela ou a um de seus administradores, controladores ou controladas, direta ou indiretamente, ou acionistas com influência na decisão da companhia, de outro lado, é uma transação

com parte relacionada⁴¹¹.

67. O problema das transações com partes relacionadas é a falta de negociação por pessoas independentes, conjugada com a possibilidade, ao menos teórica, de a parte que pode influenciar a formação desses acordos em ambos os seus pólos desenhá-los de maneira tal a privilegiar os seus próprios interesses. Assim, todas as transações entre partes relacionadas têm, em si, um conflito de interesses que precisa ser adequadamente tratado para que o equilíbrio das relações societárias não se desfaça.

68. A lei das sociedades por ações cuidou do conflito de interesses entre a companhia e seus administradores no art. 156, *caput*, e dedicou o art. 115, §1º, ao conflito de interesses que se manifesta entre a companhia e seus acionistas⁴¹². A norma condiciona o exercício do direito de voto à observância do interesse da companhia em ambos os casos e o impede quando o acionista ou o administrador estão diante de uma situação em que podem escolher privilegiar um interesse seu em detrimento dos interesses da companhia (cf., respectivamente, o art. 115, *caput* e §1º, da Lei nº 6.404, de 1976).

69. Algumas dúvidas surgem quando se confronta (i) o art. 238 da lei, de um lado, que autoriza o controlador público a orientar as companhias estatais de acordo com o interesse público que justificou a criação da respectiva companhia (ii) à, de outro lado, disciplina comum da lei em matéria de conflito de interesses e à interpretação que o Colegiado da CVM vem dando ao assunto.

70. O paradoxo a que esse exercício conduz pode ser descrito da seguinte forma: o controlador público pode, por meio do exercício de seu poder de controle, orientar a companhia de modo a atender o interesse público que justificou sua criação (art. 238); mas uma das formas de exercício do poder de controle por excelência é justamente o voto nas assembleias gerais da companhia (art. 116, alínea “a”) e o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, tem como objetivo exatamente evitar que um acionista profira um voto que privilegie outros interesses que não os da companhia.

411 O Pronunciamento Técnico CPC nº 05 traz uma definição mais precisa de transação com partes relacionadas.

412 Em ambos os casos, é interessante notar que o padrão em função do qual o conflito se manifesta é o “interesse da companhia”. A doutrina costuma recorrer ao objeto social para materializar aquilo que constitui o fim comum a que os sócios visam e se vinculam e a partilha econômica dos resultados da atividade desenvolvida pela companhia, identificando de algum modo o interesse desta com o interesse da coletividade de sócios em realizar o objeto social. Cf., por exemplo, os seguintes autores: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, São Paulo: Saraiva, 1980, p. 246: “Pois se é certo que o sócio busca na sociedade a satisfação de um interesse próprio, não é menos certo que esse interesse pessoal de modo algum pode ser satisfeito em detrimento da sociedade, senão justamente pela satisfação do interesse social comum a todos os acionistas, visto que sem essa convergência dos interesses individuais dos sócios em um único interesse comum não se poderia falar em sociedade”; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, Conflito de interesses nas assembleias de S.A., São Paulo: Malheiros, 1993, pp. 57/58: “A expressão interesse da companhia, constante do art. 115 da Lei 6.404, ou simplesmente interesse social (stricto sensu, bem entendido), tem sido interpretada pela nossa mais autorizada doutrina como o interesse comum dos sócios enquanto sócios (uti socii), para distingui-lo não somente do somatório dos interesses dos sócios uti singuli, mas também, como quer nos parecer, de eventual interesse comum que não diga respeito, necessariamente, à sua qualidade de sócios). Não temos a mínima dúvida em aderir a essa orientação”; COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto, O Poder de Controle na Sociedade Anônima, São Paulo: Saraiva, 2014, 6ª ed., p. 330: “Mas o interesse social não é redutível a qualquer interesse dos sócios e sim, unicamente, ao seu interesse comum de realização do escopo social. [...] Os sócios reúnem-se para a realização de um objetivo comum. O interesse social consiste, pois, no interesse dos sócios à realização desse escopo”.

71. Nesse contexto, estaria o controlador público de uma sociedade de economia mista impedido de votar, por força do art. 115, §1º, um assunto que pode ser relevante para a definição dos rumos sociais e para a satisfação daquele interesse público que justificou a própria criação da companhia? Em outras palavras, é possível impedir o voto do controlador público em deliberação de que, em última instância, pode depender o atendimento daquele interesse público originário, por conta de um conflito de interesses desse controlador com a companhia?

72. Responder a essas perguntas é importante por dois motivos. Primeiro, porque eu acredito que muito da estratégia acusatória tenha sido elaborada justamente para passar ao largo dessas questões. Restringir a acusação ao voto relativo à renúncia da Eletrobras a qualquer direito preexistente à MP 579, inclusive o direito de contestar a constitucionalidade dessa medida provisória naquilo que ela tinha de cogente, foi uma escolha que potencialmente evitaria enfrentar se o art. 238 prevalece sobre a regra de conflito de interesse prevista no art. 115, §1º.

73. Se a renúncia pudesse ser classificada como “interesse público secundário”, não haveria que se falar de um regime específico para tal decisão – tal decisão não estaria abarcada pela proteção conferida ao controlador no art. 238. Embora essa tenha sido uma escolha legítima e compreensível da Acusação, como já expliquei, ela adicionou um grau de complexidade a este processo que talvez não fosse necessário. Assim, enfrentar as perguntas previamente colocadas pode simplificar casos futuros.

74. O segundo motivo para enfrentar tais questões diz respeito a um dos primeiros argumentos suscitados contra a tese acusatória. De acordo com a Defesa, não faria sentido impedir a União de deliberar sobre um assunto de que, em última instância, dependeria a própria satisfação do interesse público que justificou a criação da Companhia.

75. Alega-se, especificamente, que a Eletrobrás foi criada exatamente para prestar os serviços de geração e transmissão de energia elétrica e que, como a prestação desses serviços depende da celebração de contratos de concessão com o poder concedente, impedir a União de votar a seu favor equivaleria a anular o papel que o Estado, na qualidade de controlador de sociedades de economia mista, deveria desempenhar.

76. Nesse sentido, embora reconheça o interesse da Companhia em discutir a indenização a que faria jus (ou, em outras palavras, a suposta ilegalidade do valor novo de reposição), a Defesa não admite que isso seja capaz de impedir o Estado de votar. A Defesa argumenta, em outras palavras, uma espécie de “inevitabilidade” do voto do controlador tendente a privilegiar o que ela identifica ser o interesse público que justificou a criação da Eletrobrás, ainda que de tal voto decorram outras consequências.

77. Esse argumento parece desprezar dois aspectos do regime legal aplicável às sociedades anônimas.

78. Primeiro, é verdade que o art. 238 contém um comando dirigido exclusivamente ao controlador público da companhia e que permite tratar de forma distinta, compa-

rativamente a um controlador privado, o conteúdo do voto do ente público ou mesmo os demais mecanismos formais e informais por meio dos quais esse acionista orienta a condução dos negócios da companhia.

79. Porém, nada no Capítulo XIX da Lei nº 6.404, de 1976, dedicado às sociedades de economia mista, autoriza a alteração do regime vigente para a companhia ou para os administradores. Ao contrário, conforme já comentado, em mais de uma oportunidade, este capítulo confirma a aplicação do regime estabelecido por referida lei às sociedades de economia mista (art. 235) e a seus administradores (art. 239, parágrafo único).

80. Assim, estender um regime diferente do previsto nos dispositivos gerais da Lei nº 6.404, de 1976, dependeria de um difícil esforço interpretativo que não me parece conveniente.

81. Isso porque o regime da Lei nº 6.404, de 1976, em especial o art. 115, §1º, é rodeado de mecanismos que visam a estabelecer um equilíbrio entre os diversos interessados na atividade empresarial. Todo o sistema da Lei nº 6.404, de 1976, incluindo a representação de minorias nos órgãos de administração, as matérias que devem ser levadas à apreciação dos acionistas e seus quóruns especiais, os impedimentos de voto em virtude de conflitos de interesse, entre outros mecanismos de proteção de minorias visam a: (i) equilibrar a relação entre os diversos agentes, em especial, entre acionistas controladores, minoritários e administradores; e (ii) assegurar que o interesse da companhia se sobreponha aos interesses particulares dos seus acionistas.

82. Certamente o Capítulo XIX da Lei nº 6.404, de 1976, não quis destruir esse equilíbrio. Ao contrário, os comandos desse capítulo reafirmam os mecanismos que estabelecem esse balanço entre os diversos interesses dentro da companhia e, muitas vezes, são até mais rigorosos que as regras existentes na parte geral da lei, como, por exemplo, ao assegurar a existência e representatividade dos minoritários, independente do percentual de participação desses minoritários (art. 239); ao reafirmar a responsabilidade dos administradores e seus deveres em relação à companhia e não em relação aos acionistas que os elegeram (art. 239, §1º; ou ao assegurar que o funcionamento do conselho fiscal será permanente nas companhias de economia mista e que um dos seus membros será eleito pelas ações ordinárias minoritárias e outro pelas ações preferenciais, sem exigir quaisquer percentuais mínimos para isso (art. 240).

83. Além disso, os interesses públicos que justificaram a criação da companhia estatal estão, em certa medida, protegidos porque, de um lado, tais interesses se incorporam ao estatuto social e ao objeto social que vinculam todos os sócios e porque a lei proíbe que a sociedade de economia mista explore empreendimentos ou exerça atividades não previstas na lei que autorizou a sua constituição (art. 237).

84. De outro, tal proteção se dá porque continua a existir uma inevitável e legítima orientação do acionista controlador público em relação aos negócios da companhia, seja por meio de mecanismos formais, como a eleição dos administradores, seja por meio de mecanismos informais disponíveis para todos os controladores.

85. Em outras palavras, o espírito de manutenção do equilíbrio de interesses até mesmo asseverado pelo Capítulo XIX da Lei nº 6.404, de 1976, não parece autorizar a exclusão do regime estabelecido no art. 115, §1º.

86. Uma interpretação extensiva e mais abrangente do art. 238 que de alguma maneira atingisse o regime estabelecido no art. 115, §1º, só teria alguma justificativa se o Estado, enquanto acionista controlador, não tivesse os mesmos mecanismos que um controlador privado tem de privilegiar os seus interesses em detrimento dos interesses da companhia e dos demais acionistas. Mas, não só o Estado tem exatamente as mesmas prerrogativas que qualquer acionista privado, como também tem todo aparato de poder típico de Estado, inclusive o de mudar o ambiente regulatório do setor que a companhia atua.

87. Esse conjunto de instrumentos privados e públicos representa uma enorme desproporção entre as forças e os recursos do Estado se comparado às forças e recursos da companhia e dos demais acionistas da companhia. E a realidade brasileira tem demonstrado que os entes públicos controladores de companhias abertas no Brasil são tão atuantes e coordenados quanto os controladores privados.

88. Assim, se o ente público estatal tem essa gama ampla de poderes e efetivamente os usa tanto quando atua como controlador quanto quando atua como regulador e formulador de políticas públicas, impondo condições específicas e inegociáveis, não vejo razão para tirar dos demais acionistas da sociedade de economia mista a proteção que lhes é conferida pelo art. 115, §1º, quando se está diante de um conflito de interesses.

89. Esse conflito de interesses entre o Estado regulador e o Estado acionista controlador não é particular ao caso da Eletrobrás. Há muito, ele é motivo de discussões no âmbito internacional e as boas práticas determinam que essas funções não se confundam. Vale transcrever um dos primeiros comandos do Guia de Governança Corporativa para companhias estatais da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OECD:

“A - Deve existir uma separação clara entre as funções de propriedade do Estado e outras funções estatais que possam influenciar as condições das empresas de propriedade estatal, particularmente no que diz respeito às regulamentações do mercado.

O Estado muitas vezes tem um papel duplo de regulador de mercado e proprietário das estatais que desenvolvem operações comerciais, particularmente nas novas redes industriais desregulamentadas e, muitas vezes, parcialmente privatizadas. Quando for o caso, o Estado será ao mesmo tempo um competidor importante de mercado e um mediador. Uma total separação administrativa entre as responsabilidades de proprietário e de regulador do mercado é, então, pré-requisito fundamental para criar um nível de igualdade entre

as estatais e as empresas privadas e para evitar distorção da competição”⁴¹³.

90. O princípio transcrito acima busca primordialmente promover um ambiente jurídico e regulatório equitativo em setores econômicos nos quais companhias privadas e estatais atuam e competem, de forma a evitar distorções de mercado (essa é exatamente a situação do setor elétrico brasileiro: há neste mercado companhias totalmente privadas, estatais estaduais e estatais federais). Mas também confere às companhias estatais a oportunidade de atuarem com independência e isenção em relação aos seus reguladores, orientadas por seu objeto social e pelos fins públicos que justificaram sua criação, mas também considerando os demais interesses que a forma típica de sociedade por ações envolve.

91. O princípio de separação das funções do Estado regulador e do Estado controlador de companhias que atuam em setores competitivos não é plenamente adotado no Brasil – a realidade demonstra que os responsáveis por políticas públicas setoriais tem grande influência na gestão das companhias estatais atuantes no setor por eles regulado. Os autos deste processo são a prova cabal disso: as pessoas envolvidas na elaboração das portarias do Ministério de Minas e Energia regulamentando os valores das indenizações previstas na MP 579 eram as mesmas que compareciam às reuniões do conselho de administração que analisaram o impacto da MP 579 sobre a Eletrobrás. Portanto, a função regulatória do Estado foi exercida pelas mesmas pessoas que avaliaram as consequências dessa política para a Eletrobrás – obviamente, os responsáveis pela formulação da política pública exarada pela MP 579 tinham motivos legítimos para defendê-la; mas, dentro do contexto societário, não tinham isenção para avaliá-la em relação à Eletrobrás.

92. Por essas razões, não me parece proporcional ou necessário ampliar a interpretação do comando existente no art. 238 para dizer algo que ele não diz, contrariando o comando do art. 235, *caput*, e de seu §1º, bem como todo espírito de equilíbrio do Capítulo XIX da Lei nº 6.404, de 1976, para excluir a Eletrobrás do regime geral aplicável a qualquer companhia aberta em matéria de conflito de interesses.

93. Por fim, o argumento da Defesa também ignora um momento anterior, talvez mais importante, que é a decisão do Estado de prestar os respectivos serviços públicos por meio de uma sociedade de economia mista, isto é, por meio de uma sociedade anônima com acionistas privados, bem como tudo o que essa decisão implica em termos de conformação da atuação do controlador público e dessa companhia.

94. Não há nada que obrigue o Estado a prestar os serviços de transmissão e geração de energia elétrica por meio de uma sociedade anônima com acionistas privados. Pelo

413 O texto oficial em inglês é: “A. There should be a clear separation between the state’s ownership function and other state functions that may influence the conditions for state-owned enterprises, particularly with regard to market regulation. The state often plays a dual role of market regulator and owner of SOEs with commercial operations, particularly in the newly deregulated and often partially privatised network industries. Whenever this is the case, the state is at the same time a major market player and an arbitrator. Full administrative separation of responsibilities for ownership and market regulation is therefore a fundamental prerequisite for creating a level playing field for SOEs and private companies and for avoiding distortion of competition” Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/34803211.pdf>, pg. 18.

contrário: o poder público poderia confiar essas atividades a outro tipo de entidade integrante da Administração Pública, Direta ou Indireta (incluindo uma empresa pública), caso em que teria ampla liberdade para estabelecer as normas internas de governança da prestadora de serviços.

95. O recurso do poder público às sociedades anônimas pressupõe a adesão ao regime típico de sociedades anônimas privadas e abertas, com as exceções que constam do capítulo especial das sociedades de economia mista – e essas exceções, como já vimos, via de regra, fazem esse regime ainda mais rigoroso. Não há como escapar desse regime.

96. As normas da Lei nº 6.404, de 1976, invariavelmente limitam e condicionam a atuação do controlador, privado ou público. Em relação a este último, isso ocorre mesmo no que diz respeito à satisfação do interesse público que justificou a criação da companhia, tendo em vista o que diz a parte inicial do art. 238 ([a] pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador) e o art. 235.

97. Em outras palavras, mesmo a persecução do interesse público que justificou a criação da companhia deve ser feita de acordo com as demais normas da lei, sobretudo aquelas que estabelecem uma proteção aos acionistas minoritários. O art. 238 só isenta o controlador de responsabilidade naquilo que a sua conduta tiver de satisfação do interesse público ali referido, mas não naquilo que, mesmo que simultaneamente, representar uma expropriação de valor dos minoritários ou o desrespeito às estruturas e proteções estabelecidas em lei.

98. A finalidade lucrativa, enquanto traço constitutivo das sociedades anônimas, é um exemplo de como as disposições da lei conformam a própria persecução desse interesse público⁴¹⁴.

99. Acredito que explorar um pouco esse exemplo seja útil no presente caso porque a Defesa transcreve um trecho extraído do livro do professor Mario Engler para, de um lado, corroborar seu entendimento de que o Estado não poderia se omitir diante de uma deliberação necessária à consecução do interesse público; e, de outro, apresentar o argumento de que quando o Estado exerce o poder de controle para assegurar a consecução do interesse público, ele não é responsável pelo impacto financeiro ou pelo custo implícito dessas políticas públicas.

100. Como já afirmado nesse voto, a CVM tem reconhecido que é legítimo ao Estado adotar uma conduta não maximizadora dos lucros – no entanto, isto não significa subverter a natureza lucrativa das sociedades por ações. Em outras palavras, embora o lucro em qualquer empreendimento empresarial seja sempre incerto, ele também não

414 A finalidade lucrativa das companhias não significa certeza de apuração de resultados positivos. O acionista privado de uma sociedade de economia mista vinculada à persecução de um interesse público não tem garantia de rentabilidade nem a certeza de que recuperará seu capital investido, porque, afinal, o risco é inerente a toda atividade econômica, independentemente de quem a conduza. Mario Engler lembra que “[o] lucro possui sempre caráter eventual, razão pela qual não se pode falar em lucro ‘contratado’ ou ‘prometido’” (PINTO JUNIOR, Mario Engler, *Empresa estatal: função econômica e dilemas societários*, p. 355)

pode ser definitivamente suprimido pelo Estado, mesmo quando age ao amparo do art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976. A finalidade lucrativa é um traço característico das sociedades anônimas e não faz sentido recorrer a essa forma societária se a intenção deliberada do poder público é manter a companhia atuando de forma sistematicamente deficitária e financeiramente insustentável.

101. A pessoa jurídica que controla uma sociedade de economia mista estaria violando a Lei nº 6.404, de 1976, se, ainda que a pretexto de satisfazer o interesse público que justificou a criação da companhia, desprezasse deliberadamente sua natureza lucrativa.

102. Nesse sentido, o mesmo autor citado pela Defesa (Mario Engler) afirma que “[o] exercício qualificado do poder de controle acionário não pode chegar ao ponto de subverter o tipo societário e violar o direito essencial de participar dos lucros sociais (cf. art. 109 da Lei nº 6.404/76)”. O autor também aponta que “a ausência reiterada de apuração de lucros e pagamento de dividendos pela companhia pode constituir motivo para os acionistas minoritários requererem a dissolução judicial, por impossibilidade de cumprimento de seu fim”, de acordo com o art. 206, inciso II, alínea “b”, da Lei nº 6.404, de 1976⁴¹⁵⁻⁴¹⁶.

103. Talvez o interesse público que justificou a criação da companhia fosse melhor atendido se o poder público pudesse descuidar da finalidade lucrativa da sociedade e eventualmente alocar todos os excedentes na melhora do serviço público que ela presta. Da mesma forma, sem se preocupar com a geração de excedentes, o poder público poderia cobrar dos consumidores tarifas ainda menores, que bastassem para manter a economicidade da prestação do serviço – isto é, a sua mera sustentabilidade do ponto de vista econômico. O Estado sempre poderá fazê-lo e de forma legítima, por meio de algumas das formas que pode adotar para prestar os serviços públicos de sua incumbência. No entanto, ao recorrer às sociedades anônimas, em especial, sob a forma aberta, a observância do regime da Lei nº 6.404, de 1976, se impõe⁴¹⁷ e essa

415 PINTO JUNIOR, Mario Engler, *Empresa estatal: função econômica e dilemas societários*, p. 359. Corroborando a interpretação de que invocar o interesse público que justificou a criação da companhia não é suficiente para afastar os dispositivos comuns da lei, o autor afirma, relativamente ao pagamento de dividendos mínimos, que “o Estado como acionista controlador, assim como os administradores da sociedade de economia mista, não podem invocar singelamente razões de interesse público albergadas no art. 238, para suspender indefinidamente a distribuição de lucros” (Idem, pp. 363/364).

416 Da mesma forma, mas sem se referir expressamente ao art. 2º da Lei nº 6.404, de 1976, Carlos Ari Sundfeld afirma o que segue: “Por definição, sociedades de economia mista são as que conjugam capitais governamentais e particulares. Destarte, a razão vital desse gênero de pessoa é a viabilidade de desenvolver-se eficazmente atividade pública – e daí a participação do Estado, interessado nessa atividade – e, ao mesmo tempo, produzir saldos econômicos apropriáveis, o que enseja a afluência de capitais privados. Sem essa equação, a sociedade de economia mista inexistiria. Portanto, é pressuposto lógico – e por isso jurídico, visto a existência da sociedade de economia mista haver sido prevista constitucional e legalmente – de sua constituição o regime lucrativo, ainda quando se trate de exploradora de serviço público” (SUNDFELD, Carlos Ari, “Entidades administrativas e noção de lucro”, in *Revista Trimestral de Direito Público*, nº 6, 1994, p. 267). Já Modesto Carvalhosa afirma, por exemplo, que “[c]abrerá às sociedades de economia mista que tenham acionistas privados conciliar o objetivo voltado para o atendimento do interesse público com a obtenção de lucros suficientes à remuneração dos capitais que coletaram junto aos investidores. Esse rigoroso equilíbrio é obrigação legal que não pode ser descumprida, sob pena de estar a sociedade de economia mista fraudando seus objetivos ao mesmo tempo institucionais e contratuais” (CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 2013, 7ª ed., vol. 1, p. 79).

417 No caso concreto, considerando a lei de criação da Eletrobrás, isso significa que o Estado poderia votar a favor da celebração de um contrato que implicasse receitas menores para a Companhia, mas jamais poderia obrigá-la a prestar os serviços públicos em que o seu objeto social consiste de forma deliberadamente deficitária ou não lucrativa.

liberdade sofre restrições.

104. Assim como o interesse público que justificou a criação da sociedade não equivale a uma carta branca para desprezar a natureza lucrativa das companhias, ele tampouco autoriza a pessoa jurídica de direito público que controla uma sociedade de economia mista a ignorar outras normas que igualmente constam da Lei nº 6.404, de 1976.

105. Em uma sociedade de economia mista com acionistas privados, as salvaguardas da Lei nº 6.404, de 1976, não devem ser vistas como óbices à concretização do interesse público que justificou a criação da companhia, mas como balizas que limitam, condicionam e dão forma à própria satisfação desse interesse. São regras do jogo, a que o Estado aderiu e se submeteu espontânea e livremente quando confiou às companhias a realização de finalidades públicas.

106. O mesmo raciocínio vale para o impedimento de voto em situação de conflito de interesses. Não tenho dúvidas de que o art. 115, §1º, impede um dado acionista de votar, em assembleia, a renúncia a um direito de ação da companhia em face dele próprio, e isso independentemente do mérito da ação ou da sua probabilidade de êxito – circunstâncias que poderiam importar somente se se adotasse uma interpretação substancial da norma de conflito de interesses, mas que não têm relevância quando a leitura que se faz desse dispositivo pretende proteger apenas a legitimidade e a higidez do processo decisório da companhia, não a correção ou o acerto de seus resultados⁴¹⁸.

107. Nesse contexto, invocar a satisfação do interesse público que justificou a criação da companhia pouco contribui para afastar esse impedimento. O art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, condiciona o controle exercido pelo poder público e a sua pretensão de orientar a atividade da companhia de forma a atender aquele interesse público. Havendo simultaneamente uma situação de conflito, o acionista controlador público estará impedido de votar.

108. Novamente, isso não significa que o Estado esteja realmente impedido de dar concretude ao interesse público. Significa apenas que, em se tratando de sociedades anônimas, a sua satisfação não se dá à margem da lei societária.

109. É por conta disso que concordo com a Acusação quando afirma, por exemplo, que não há porque tomar a MP 579 como premissa para, então, justificar o descumprimento da Lei nº 6.404, de 1976. Assim como essa medida provisória limitava as possibilidades da Companhia, a lei das sociedades por ações limitava as possibilidades do controlador

Essa é uma proteção típica da legislação societária e que tem a ver, como já se viu, com a própria natureza das sociedades anônimas. A Eletrobrás e outras concessionárias contam também com pelo menos outra garantia de lucratividade, típica da Lei nº 8.987, de 1995: o equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão. Finalmente, em sociedades de economia mista que desempenhem atividade econômica em sentido estrito, competindo com outros agentes privados, as regras do direito concorrencial conferem aos acionistas minoritários da companhia mais uma garantia de que ela deve respeitar a sua natureza lucrativa. Embora mais voltadas à proteção dos concorrentes da companhia contra práticas desleais, como dumping, essas regras acabam assegurando também aos sócios da sociedade mista que o poder público não pode desprezar de forma sistemática a vocação dessas entidades para a geração e distribuição de excedentes financeiros.

418 Nesse aspecto, boa parte do trabalho da Acusação para identificar as chances de sucesso de uma eventual demanda da Companhia contra a MP 579 me parece prescindível.

público desde o momento em que o Estado decidiu recorrer à forma societária. Enquanto o art. 115, §1º, da lei estiver em vigor, ele deve ser, portanto, respeitado.

V. Mérito da acusação

110. Embora eu acredite que este é um assunto que ainda mereça discussão dentro desta Autarquia e talvez orientações mais precisas, é importante lembrar que a acusação de conflito de interesses no presente caso não decorre do fato de que a União era a contraparte contratual das subsidiárias da Companhia. A SEP não questionou, portanto, a possibilidade de em outros casos o Estado votar em contratos de concessão.

111. A Acusação tampouco decorre do fato de a União ter estipulado, na MP 579, condições menos favoráveis de remuneração pela prestação dos serviços de geração e transmissão de energia elétrica que eram objeto dos contratos de concessão apreciados na AGE ou dos valores inferiores a que o método de cálculo consagrado pela MP 579 – o valor novo de reposição – levava em consideração. A SEP não questionou, portanto, os atos do Estado como regulador.

112. Para a Acusação, o conflito de interesses surge a partir do momento em que a renovação das concessões implicava a renúncia das concessionárias da Eletrobrás a qualquer direito preexistente à MP 579, inclusive o direito de contestar a constitucionalidade dessa medida provisória naquilo que ela tinha de cogente. Isto é, o conflito surge com base naquilo que se aplicava indistintamente a qualquer concessionária, independentemente de sua opção por renovar ou não suas respectivas concessões –, sobretudo o cálculo da indenização pelo valor novo de reposição.

113. Portanto, ao renovar as concessões, a Eletrobrás teria perdido a possibilidade de questionar a MP 579 quanto à forma de apurar a indenização devida pela União e, com isso, beneficiou esse acionista, relativamente à diferença entre o montante encontrado pelo valor novo de reposição e o até então tido pela Companhia como efetivamente correto, com base nas taxas que constavam do manual de contabilidade do setor elétrico, aprovado pela ANEEL.

114. A Acusação argumenta, em outras palavras, que a Acusada se beneficiaria de forma particular da decisão de renovação dos contratos de concessão porque tal renovação implicaria também a renúncia ao direito de pleitear uma indenização pelos ativos não amortizados objeto da concessão.

115. Assim como já afirmado em inúmeros precedentes da CVM, na grande maioria das situações pelas quais uma companhia passa ao longo de sua existência, o controlador está na melhor posição para decidir sobre o destino a ser dado às questões que a envolvem. Isso porque devido à detenção de parcela significativa do capital da companhia, o controlador tem seus interesses alinhados aos da companhia e é ele quem proporcionalmente mais percebe os acertos e os erros das decisões que toma. Além disso, a lei impõe ao controlador, inclusive ao público (art. 238, c/c os artigos 116 e 117), deveres fiduciários aos quais os demais acionistas não estão sujeitos. Esse regime legal

especial e mais restrito corrobora os incentivos econômicos já existentes e promove o exercício responsável e disciplinado do poder de controle.

116. Impedir o controlador de votar somente faz sentido, e é permitido pela lei societária brasileira, quando, de alguma maneira, há um interesse externo desse controlador que pode fazer com que ele não tome uma decisão no melhor interesse da companhia, privilegiando esses interesses externos.

117. por isso que a lei brasileira, bem como a legislação da maior parte dos mercados mais desenvolvidos, tem regras específicas para lidar com transações nas quais se constata tal interesse exterior por um determinado acionista e o risco de que ele privilegie esse interesse, em detrimento do melhor interesse da companhia e dos demais acionistas. Na lei brasileira, esse regime especial está consagrado no §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, e é em conformidade a ele que a análise deste voto se dá.

118. Se todos os acionistas forem afetados igualmente por uma deliberação, todos terão incentivos para votar de acordo com o melhor interesse da companhia. No entanto, se um acionista for particularmente beneficiado, é significativo o risco de que ele venha a privilegiar seu próprio interesse; por isso, para proteger a legitimidade da decisão assemblear, é importante impedir que este acionista vote⁴¹⁹.

119. O impedimento de voto nasce da necessidade de expurgar da assembleia geral os acionistas que tenham interesses próprios na deliberação a ser tomada e que, por isso, possam privilegiá-los, preterindo os interesses da companhia e dos demais acionistas. Em outras palavras, o impedimento de voto dos acionistas que possam se beneficiar de modo particular com a deliberação, seja na hipótese de benefício particular ou de conflito de interesses, é uma medida de proteção à legitimidade da assembleia e da decisão nela tomada.

419 Sobre esse assunto, vale transcrever trecho do voto da então Presidente Maria Helena Santana no Processo CVM nº 2009/13179, julgado em 9.9.2010, que tratava de conflito de interesses, mas que traz raciocínio válido também para a hipótese de benefício particular: “[n]esse ponto, creio ser importante mencionar o argumento por alguns levantado de que a adoção de um exame do conflito de interesses do acionista controlador que independa da apuração do caráter prejudicial do voto exercido levaria a consequências inaceitáveis, pois subverteria o princípio majoritário que rege ordinariamente as sociedades anônimas. Contra esse argumento, não tenho como deixar de ressaltar que a proibição do voto em caso de conflito de interesses procura, a bem da verdade, proteger a regra da maioria. Sem dúvida, em situações normais, o acionista controlador está em condição para decidir o que é o melhor para a companhia, inclusive em função dos deveres fiduciários que lhe são atribuídos pela lei. No entanto, nos casos de conflito, justamente em razão dos incentivos que tem para exercer o voto em favor de outros interesses que aqueles da companhia, isso deixa de ser verdade e a regra da maioria já não funciona corretamente, ou melhor, só pode funcionar corretamente se essa maioria não for formada pela vontade do acionista controlador. Afinal, a legitimidade da assembleia para deliberar sobre os assuntos de interesse da companhia parte do pressuposto de que a maioria é capaz de expressar o que é melhor para a companhia, o que, evidentemente, nos casos de conflito, só pode ser atingido caso o acionista interessado esteja impedido de votar. Ademais, entendo que, em vista dos interesses em AGO, é mais proporcional conceder aos acionistas minoritários um direito de veto sobre uma transação a ser celebrada entre a companhia e o controlador do que permitir que este concentre em suas mãos o poder de tomar esta decisão por si mesmo, enquanto contraparte no contrato, e pela companhia. Com efeito, nas situações em que o conflito é evidente, em que o acionista controlador é chamado a defender, na celebração do negócio, tanto os seus interesses como os da companhia, me parece que o impedimento de voto oferece uma solução equilibrada, que tem por efeito prático conferir aos minoritários um direito de veto sobre a transação, colocando-os em posição mais paritária em relação ao acionista controlador que, por ser parte contratante, também pode desistir de fazer o negócio, se não estiver de outro modo convencido”.

120. Foi exatamente essa a situação identificada pela Acusação – a renovação antecipada dos contratos de concessão implicava a renúncia de certos direitos que a Eletrobrás tinha em relação à União, de forma que, se não por outras questões já discutidas no voto, ao menos por essa, a decisão de renovação dos contratos envolvia interesses externos da União e a beneficiária de forma particular, colocando-a em situação de conflito.

121. Dessa forma, para que a decisão de renovar os contratos de concessão fosse legítima, no regime estabelecido pelo §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, era necessário que a União se abstivesse de votar.

122. Pelas razões expostas no decorrer do voto, considero que:

i) o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976 se aplica a situações de conflito de interesses em que de um lado esteja uma sociedade de economia mista e, de outro, um controlador público, mesmo quando o objeto da deliberação seja mais amplo que a matéria na qual o conflito foi identificado e incluía questões que possam ser entendidas como pertinentes às razões que justificam a criação da companhia, como os contratos de concessão; e

ii) o objeto da AGE dizia respeito à situação que configura conflito de interesses; dessa forma, a aplicação do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, ao caso concreto implica o impedimento de voto por parte da União nas decisões que tratavam da renovação dos contratos de concessão, razão pela qual verificou-se a infração ao aludido dispositivo.

VI. Conclusão

123. Em razão de todo o exposto, da relevância dos montantes envolvidos no caso concreto e dos consolidados precedentes desta casa em matéria de conflito de interesses, bem como dos antecedentes da União perante essa Autarquia⁴²⁰, voto pela condenação da União à penalidade de multa no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), por infringir o disposto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, ao votar na AGE pela renovação das concessões de distribuição e transmissão de energia elétrica de companhias controladas pela Eletrobrás.

Rio de Janeiro, 26 de maio de 2015.

Luciana Dias
Diretora

Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/6635 realizada no

420 Vide Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2002/4985, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 8.11.2005.

dia 26 de maio de 2015.

Senhor Presidente, eu acompanho o voto da Relatora.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor

Manifestação de voto do Diretor Pablo Renteria na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/6635 realizada no dia 26 de maio de 2015.

Eu acompanho o voto da Relatora, senhor Presidente.

Pablo Renteria
Diretor

Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/6635 realizada no dia 26 de maio de 2015.

Eu também acompanho o voto da Relatora e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu pela aplicação da penalidade de multa pecuniária para a União Federal, nos termos do voto da Diretora-relatora.

Encerro a Sessão, informando que a acusada punida poderá interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente

24.8. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/2345

Reg. nº 4755/05

Assunto: Distribuição pública e privada de cotas de fundos fechados.

Interessado: Superintendência de Registros - SRE

Relator: Presidente Marcelo Fernandez Trindade

Relatório

Resumo da Consulta

1.Trata-se de consulta apresentada pela Superintendência de Registro – SRE sobre a correta interpretação da lei e da regulamentação aplicável aos seguintes pontos (MEMO/SRE/GER-3/Nº 92/2005, de 13.06.05, fls. 177-189):

“(i) distribuição pública e privada de cotas de FIP e FIDC, bem como casos de dispensa de registro, inclusive no que se refere à 2ª emissão e seguintes;

(ii) negociação de cotas distribuídas privadamente ou sob condição de dispensa de registro, em mercados públicos de bolsa e balcão organizado;

(iii) aplicabilidade da Deliberação 20 face aos dispositivos constantes da regulamentação específica de tais fundos; e

(iv) desnecessidade de registro de FIP que não distribuírem publicamente suas cotas”

2. A consulta da área técnica foi motivada por uma operação específica, da Patrimônio Investimentos e Participação Ltda., por ocasião do pedido de registro formulado para o Fundo de Educação para o Brasil – Fundo de Investimento em Participações, sob sua administração. Entretanto, informa a área técnica que as questões suscitadas naquela operação apresentam-se com frequência em diversas outras, motivando grande parte das consultas que lhe são feitas. Por tal razão, no decorrer do processo, às dúvidas surgidas quando da operação da Requerente somaram-se outras, de natureza análoga, que envolvem também, além dos Fundos de Investimento em Participação (“FIP”), os Fundos de Investimento de Direitos Creditórios (“FIDC”) e suas respectivas regulamentações (fls. 182⁴²¹).

421 “(...) tornou-se imprescindível a ampliação do objeto de apreciação do presente Memorando, devendo o mesmo abranger não somente a questão acerca da distribuição pública ou privada de cotas de FIP, mas também de cotas

Manifestação da Procuradoria Federal Especializada – PFE

3. A Procuradoria Federal Especializada - PFE manifestou-se sobre os temas debatidos, a fls. 158/166 (MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 55/05), a fls. 167/168 (despacho ao MEMO antes referido, de 01.04.05) e a fls. 169/172 (Manifestação do Procurador Chefe, de 15.04.05). Conclui a PFE que as Instruções 356/01 e 391/03 não vedam a colocação privada de cotas dos fundos que regulam, até porque tal vedação poderia se constituir em uma “indevida intromissão do Poder Público na esfera de autonomia da vontade das partes”. A intervenção do órgão regulador deve se restringir “às emissões de títulos ou contratos que se prestem à captação pública de recursos, fato que não se verifica em negociações privadas”. O conceito de valores mobiliários deve envolver o apelo à oferta pública, inclusive no tocante às cotas de fundo de investimento, os quais só se inserem no conceito do inciso IX, art. 2º da Lei 6.385/76 caso se tratem de contratos de investimento coletivo ofertados publicamente.

4. Enfrentando a controvérsia acerca da contratação de instituição do sistema de distribuição e da aplicação da Deliberação 20/85, assinalou o Procurador Chefe que:

i. “essa interpretação veiculada por intermédio da Deliberação CVM nº 20 tem implícita uma presunção de que toda negociação em que haja intervenção de instituição integrante do sistema de distribuição é uma negociação pública, tal presunção, segundo penso, não se restringe às negociações no mercado secundário, aplicando-se, pelas mesmas razões, à colocação de valores mobiliários no mercado primário, embora sua redação não lhe confira, expressamente, tal abrangência”; e

ii. “Entretanto, o teor dessa Deliberação não pode ser considerado em termos absolutos, podendo ser aquilatada à luz do que hoje dispõe o art. 3º, §1º, da Instrução CVVM nº 400, que delimita o conceito de ‘público em geral’, dele excluindo as pessoas que ‘tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora’”. Dessa forma, dever-se-ia investigar a forma como se deu a colocação;

5. Quanto à negociação em mercado secundário de cotas objeto de colocação privada, observou o Dr. Henrique Vergara que:

i. “a única limitação nesse sentido é a que consta do art. 17, parágrafo único [da Instrução 356/01], de acordo com o qual ‘as cotas de fundo fechado colocadas junto a investidores deverão ser registradas para negociação secundária em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, cabendo aos intermediários assegurar que a aquisição de cotas seja feita por investidores qualificados’. Tal regra se aproximaria daquela do art. 4º, §4º, III da Instrução 400/3, que prevê a possibilidade de dispensa do registro e de requisitos de registro nas ofertas destinadas apenas a investidores qualificados, os quais só

de FIDC, tendo em vista alguns processos já em análise ou registrados nesta CVM, bem como uma infinidade de consultas telefônicas que esta área recebe diariamente sobre o tema”.

poderão alienar os valores mobiliários adquiridos a investidores não qualificados após 18 meses;

ii. levando-se em conta que os FIDC destinam-se apenas a investidores qualificados, a negociação de suas cotas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado só pode ocorrer quando o adquirente também for investidor qualificado; e

iii. “Para que as cotas sejam admitidas à negociação em bolsa ou entidade do mercado de balcão organizado, seria, em tese, necessário obter-se autorização da CVM, conforme preceitua o art. 21, I e II da Lei nº 6.385”. Por fim, o Procurador Chefe afirma que caberia à entidade autoreguladora estabelecer procedimentos para concessão de autorização para negociação em mercado secundário das cotas de FIDC, especialmente no caso daquelas distribuídas privadamente, considerando-se a ausência de previsão específica nas normas em vigor.

Manifestação da SRE e encaminhamento da consulta ao colegiado

6. Em 13.06.05 a SRE resumiu as principais questões discutidas neste processo, pedindo seu encaminhamento ao Colegiado (MEMO/SRE/GER-3/Nº 92/2005, fls. 177-189), concluindo que:

i. tanto os FIP quanto os FIDC devem obter registro para seu funcionamento junto à CVM, seja por analogia ao art. 2º, §3º, I e art. 21 da Lei 6.404/76 seja, no caso dos FIDC, por dispositivo expresso da Resolução CMN 2.907/01;

ii. a deliberação 20/86 não se aplica às ofertas privadas de cotas de FIP e FIDC – desde que não haja, naturalmente, oferta pública – dado que a presença de integrante do sistema de distribuição em ambos os casos deriva de exigência regulatória posterior e específica da CVM, e se presta não somente à distribuição, mas também à controladoria e tesouraria do fundo;

iii. embora haja duas interpretações possíveis quanto à necessidade de prévio registro da distribuição privada de cotas de FIP e FIDC (à luz do art. 7º, §2º da Instrução 391/03 e art. 20 da Instrução 356), sendo ambos veículos destinados a investidores qualificados, a comprovação de tal condição é o único requisito que se exige dos intermediários de tais operações, para que se possa efetuar a transferência de titularidade das cotas negociadas no mercado secundário. “No entanto, de modo a solucionar o requisito legal (art. 21 da Lei 6.385/76) e a exigência do órgão regulador (bolsa de valores ou mercado de balcão organizado) seria necessário estabelecer um regime próprio de dispensa automática de registro, mediante protocolo dos documentos nesta CVM”.

É o relatório.

I. Uniformização Necessária

1. A consulta revela a necessidade de unificar-se o entendimento desta CVM — e eventualmente alterarem-se normas dela emanadas — quanto a algumas questões gerais relacionadas não só aos FIP e aos FIDC fechados⁴²² (e aos Fundos de Investimento em Cotas de tais fundos), mas também, por análogas razões, a outros fundos fechados não regulados pela Instrução CVM 409/04 (quais sejam, os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE, os Fundos de Investimento em Cotas de tais fundos, e os Fundos de Investimento Imobiliário - FII). Ao conjunto desses fundos fechados não regulados pela Instrução 409/04, e que seriam abrangidos por esta decisão, denominarei simplesmente “Fundos Fechados”.

2. O Colegiado é chamado a opinar sobre os seguintes pontos:

- i. possibilidade de colocação privada de cotas de Fundos Fechados;
- ii. necessidade de intervenção de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição em colocação privada de cotas de Fundos Fechados;
- iii. consequências da eventual intervenção de instituição intermediária em colocação privada de cotas de Fundos Fechados, à luz da Deliberação CVM 20/85;
- iv. possibilidade e requisitos para a negociação em bolsa ou em mercado de balcão de cotas de Fundos Fechados colocadas privadamente; e,
- v. necessidade de registro perante a CVM de Fundos Fechados cujas cotas sejam colocadas privadamente.

3. A evolução das normas emanadas da CVM acabou gerando a coexistência de regras gerais sobre a distribuição pública de valores mobiliários, contidas na Instrução 400/03, com normas específicas relacionadas tanto à distribuição de cotas de fundos de investimento em geral (contidas na Instrução CVM 409/04) quanto a certos fundos em particular (como é o caso das Instruções CVM 391/03 para os FIP, 356/01 para os FIDC, 209/95 para os FMIEE e 205/94 para os FII).

4. Esse cenário acabou levando à perda, em alguns casos, da coerência sistemática que se espera das normas emanadas de um mesmo órgão, terminando por gerar as dúvidas que motivaram a consulta. Por isto, antes de responder às questões colocadas na consulta, e propor alterações normativas, peço licença para fazer um pequeno resumo dessas diversas normas que estão em vigor.

5. O “registro” dos fundos de investimento perante a CVM percorreu um longo his-

⁴²² Ao contrário dos FIP, os FIDC podem ser constituídos sob a forma de condomínios abertos (art. 3º da Instrução CVM 356/03). Na consulta somente são relacionadas questões referentes aos FIDC fechados. Contudo, mais adiante neste voto, farei também recomendações quando aos FIDC abertos.

tórico em que se constata a existência de duas grandes modalidades de registro: o “registro de funcionamento” do fundo, próximo de um “registro constitutivo”, mas que legalmente não tem esse efeito, e o “registro de distribuição de cotas”, destinado a permitir que a colocação das cotas dos fundos seja feita com apelo público à poupança dos investidores.

6. A análise da evolução e da natureza do “registro de funcionamento” é relevante para a solução de uma das questões objeto da consulta, relativa à necessidade de registro, perante a CVM, de Fundos Fechados cujas cotas sejam colocadas privadamente. Já a análise das normas relativas ao “registro de distribuição de cotas” é fundamental para a resposta às demais questões postas na consulta. Passo, então, a analisar ambas as questões.

II. Normas relativas ao registro de fundos de investimento

7. A Lei 6.385/76, como se sabe, estabeleceu que “nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro” na CVM (art. 19). Por força da nova redação dada ao art. 2º da mesma lei pela Lei 10.303/01, as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários (em qualquer caso, cf. inciso V) e as cotas de outros fundos de investimento, quando ofertadas publicamente (inciso IX), foram incluídas no conceito de valores mobiliários. Daí resulta que toda oferta pública de cotas de fundo de investimento só pode ser realizada após a obtenção de registro perante a CVM⁴²³.

8. A Lei 6.385/76 também criou um registro de companhias emissoras de valores mobiliários (art. 21), chamadas de “companhias abertas” (art. 22), de maneira que “somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada ... podem ser negociados em bolsa e no mercado de balcão” (§ 1º do art. 21). Não foi criado, entretanto, um registro de fundos de investimento, quer constitutivo de tais entidades, quer autorizativo de seu “funcionamento”⁴²⁴.

9. A natureza dos fundos de investimento continua a ser, portanto, aquela estabelecida pela Lei 4.728/65, de “fundos em condomínio” (art. 49), então administrados por “sociedades de investimento”, e agora, dada a natureza de valores mobiliários de suas cotas, por pessoas previamente autorizadas pela CVM (art. 23 da Lei 6.385/76).

10. Tratando-se de condomínio sobre coisas móveis, os fundos de investimento não demandam registro para constituírem-se, podendo ser criados por quaisquer dos meios de aquisição de propriedade móvel em condomínio admitidas pela lei civil (sucessão, aquisição de fração ideal, aquisição em conjunto, etc...) ⁴²⁵.

⁴²³ A Lei 8.668/93, que criou os fundos imobiliários, estabeleceu expressamente (art. 3º) que suas cotas constituem valores mobiliários.

⁴²⁴ Tal afirmação não se aplica aos Fundos de Investimento Imobiliário, pois a Lei 8.668/93 determinou expressamente, em seu art. 4º, que compete à CVM “autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário, observadas as disposições desta lei e as normas aplicáveis aos Fundos de Investimento”.

⁴²⁵ Os Fundos de Investimento Imobiliário, talvez por terem potencialmente como ativos bens imóveis, foram criados por lei específica (Lei 8.668/93), que estabeleceu sua natureza, de maneira curiosa, como a de uma “comunhão de

11. Contudo, condomínios assim criados não seriam mecanismos viáveis de captação e organização de quantias para investimento conjunto, pois não permitiriam a livre alienação das frações do patrimônio sem direito de preferência (Código Civil, art. 1.322), a organização do condomínio sob um regime padronizado e regulamentar, com administração profissional (Lei 6.385/76, art. 23), a faculdade de captação de recursos e consequente aumento do patrimônio, com agregação de novos condôminos, sem autorização dos anteriores e, no caso dos fundos abertos, o direito dos condôminos resgatarem sua parcela de patrimônio, sem que se extinga o condomínio (Código Civil, art. 1.320).

12. Esta terá sido a razão pela qual, replicando o sistema de duplo registro (do valor mobiliário e do emissor) dos arts. 19 e 21 da Lei 6.385/76, a regulamentação da CVM evoluiu para a concessão de dois registros aos fundos de investimento: o de autorização para o “funcionamento” de fundos e o de autorização para a “distribuição” das cotas de fundos. O primeiro sempre estabelecido pelas normas regulamentares como requisito para o segundo;⁴²⁶ o primeiro, não essencial,⁴²⁷ mas desejado pelos agentes de mercado em prol da segurança jurídica e da eficiência operacional do produto; o segundo, imposto genericamente pelo art. 19 da Lei 6.385/76.

13. Mas a existência dessa autorização para funcionamento, desse “registro dos fundos” (como o denomina a Seção II do Capítulo II da Instrução CVM 409/04), não transforma a natureza condominial da propriedade dos ativos. Tal registro tampouco é constitutivo do condomínio.⁴²⁸ Sua existência insista-se — ao menos enquanto não sobrevier lei que confira personalidade jurídica aos fundos de investimento, ou que altere a Lei 6.385/76 para conferir caráter constitutivo ao registro do regulamento do fundo na CVM ou no registro de títulos e documentos — decorre da propriedade de coisas móveis (os ativos do fundo) por mais de um titular (os cotistas).

14. A evolução das normas da CVM relativas ao registro para “funcionamento” dos fundos de investimento revela não só o crescente reconhecimento de que o registro para “funcionamento” não tem caráter constitutivo, como uma clara tendência para a concessão automática de tal registro.

15. Com efeito, depois da Resolução CMN 1.787/91, a CVM passou a editar normas gerais sobre fundos de investimento em ações (então Fundos Mútuos de Ações). A primeira, consubstanciada na Instrução 148/91, diferenciou entre a constituição do fundo, que se daria por ato da administradora, e a autorização para seu “funcionamento”, que seria dada pela CVM, sendo certo que somente após essa autorização

recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários” (cf. art. 1º) - como se a comunhão não recaísse, em seguida, nos ativos adquiridos com os “recursos captados”. Entretanto, para enfrentar a questão do condomínio sobre os bens imóveis que o fundo adquirisse, a Lei 8.668/93 criou sobre eles (e os demais ativos do fundo) uma propriedade fiduciária do administrador (art. 6º), cujas características ficam averbadas no registro de imóveis em que registrados os bens detidos pelo fundo (art. 7º).

426 No caso dos Fundos de Investimento Imobiliário, como visto na nota 2, requisito legal.

427 No caso dos Fundos de Investimento Imobiliário, como visto na nota 2, a autorização é essencial por força da lei.

428 Ressalve-se, ainda outra vez, a questão dos Fundos de Investimento Imobiliário.

para funcionamento o regulamento do fundo deveria ser registrado “em Cartório do Registro de Títulos e Documentos”. A Instrução 215/94 e a Instrução 302/99 — que regularam genérica e sucessivamente os fundos de investimento em ações — mantiveram inalterado tal sistema.⁴²⁹

16. Já as Instruções mais recentes, como a 356/01 (art. 8º), relativa aos FIDC, 391/03 (art. 4º), relativa aos FIP, e a própria Instrução 409/04, embora continuem se referindo a “registro prévio” ao “funcionamento do fundo” (cf. art. 7º da Instrução 409/04), adotaram o sistema de concessão automática de tal registro. Por isto mesmo a Instrução 409/04 passou a exigir que o registro do regulamento do fundo no Registro de Títulos e Documentos se dê antes do pedido de registro à CVM.⁴³⁰

17. Portanto, em resumo, pode-se afirmar que:

- i. a constituição de condomínios sobre valores mobiliários (ressalvada a situação legal específica dos FII) não depende de registro na CVM;
- ii. sem prejuízo disto, a CVM disciplina a constituição de tais condomínios (do ponto de vista do conteúdo dos documentos de constituição e da publicidade a eles imposta), quando organizados sob a forma de fundos de investimento, visando à regulação mais adequada (e obrigatória) da subsequente distribuição pública de cotas dos fundos; e,
- iii. a existência de uma regulação sobre a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento termina por assegurar aos agentes de mercado certeza jurídica sobre a disciplina de tais condomínios, o que faz com que, na prática, mesmo os fundos de investimento que não se destinam a posterior distribuição pública de cotas prefiram obter registro na CVM.

III – Normas relativas à distribuição pública de cotas de fundos

18. A Instrução 400/03, regulamentando o art. 19 da Lei 6.385/76, é a regra geral que atualmente disciplina as distribuições públicas de valores mobiliários, e o seu respectivo registro perante a CVM (cf. art. 1º), ressalvada a regulamentação específica, quando houver, no que se refere aos temas descritos no parágrafo único de seu art. 60.⁴³¹ Como visto, as cotas de fundos de investimento em geral, quando distribuídas publicamente, são valores mobiliários, e portanto sua distribuição pública está, em regra, sujeita às normas da Instrução CVM 400.

429 As Instruções 205/94 (art. 4º), que trata dos FII, e 209/94 (art. 3º), que trata dos FMIEE, exigem que o pedido de registro seja instruído com a comprovação do registro do regulamento no cartório de títulos e documentos, reconhecendo, portanto, que a constituição do fundo antecede o registro.

430 Mas é preciso deixar claro que nem o Código Civil nem a Lei de Registros Públicos (Lei 6.015/73) conferem a tais registros caráter constitutivo, mas somente de publicidade (cf. art. 221 do Cód. Civil e art. 127 da Lei 6.015/76).

431 A saber: prospecto e seu conteúdo; documentos e informações que deverão instruir os pedidos de registro; prazos para a obtenção do registro; prazo para concluir a distribuição; e hipóteses de dispensas específicas

19. A Instrução CVM 400/03 considera pública “a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários” quando presente qualquer dos elementos elencados nos incisos do seu art. 3º. Tais elementos indicam, em resumo, a existência, na venda, de um esforço de colocação junto a um público indeterminado ou a uma “classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade” (art. 3º, § 1º).

20. A Instrução CVM 409/04, por sua vez, é a regra geral que disciplina a maior parte dos fundos de investimento do Brasil, e trata de certas matérias relativas a sua distribuição pública, no espaço de regulamentação específica anunciado pela Instrução 400/03. Para efeito (embora não somente para esse efeito) de estabelecer normas específicas relativas à distribuição pública dos fundos de investimento de que trata, a Instrução 409/04, seguindo longa tradição regulamentar da CVM, tratou de distinguir entre fundos abertos e fundos fechados.

III.1. Cotas de fundos abertos

21. Os fundos abertos, para a Instrução 409, são necessariamente distribuídos publicamente. Esta é a minha interpretação do art. 19 da Instrução, segundo o qual, a “distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM”, mas sempre “será realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários”.

22. A outra interpretação possível seria a de que a regra do art. 19 se aplicaria somente aos fundos cujas cotas fossem distribuídas publicamente. No caso de distribuição privada de cotas de fundo aberto (isto é, sem o esforço de venda ao público de que trata a Instrução 400), o fundo poderia ser registrado na CVM, sem distribuição por instituição intermediária⁴³².

23. A primeira interpretação me parece melhor porque, na medida em que é oferecida a qualquer pessoa (ou a grupos de pessoas, como por exemplo clientes de determinadas instituições) a possibilidade de adquirir, a qualquer momento, e nas condições do regulamento, cotas do fundo aberto, sua colocação é necessariamente pública. Isto é, o fundo é aberto não apenas quanto à possibilidade de saída dos investidores, mas também de entrada.

24. Por outro lado, dada exatamente aquela possibilidade de saída (resgate das cotas), e portanto a maior liberdade dos cotistas (com a consequente diminuição de seu risco), o art. 19 da Instrução 409 estabelece que a “distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM”, sendo, entretanto, realizada por integrante do sistema de distribuição. De todo modo, creio que essa presunção de distribuição pública dos fundos abertos poderia ficar mais explícita na norma.

432 Dessa última interpretação decorreria naturalmente o risco de afirmar-se que, como visto anteriormente neste voto, a CVM não tem poder de conceder registro de constituição de fundos, senão como medida preparatória e necessária para a concessão do registro de distribuição pública de suas cotas. Portanto, tal fundo não seria passível de registro na CVM, e mesmo que fosse registrado estaria submetido às normas do Código Civil relativas ao condomínio, que vedam o resgate (isto é, a extinção do condomínio apenas em favor de um dos condôminos, sem a concordância dos demais).

25. A Instrução CVM 356/01, que trata dos FIDC, e admite sua constituição como fundos abertos, contém norma genérica (art. 13) estabelecendo que as “cotas do fundo só podem ser colocadas por instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.” Mas a mesma Instrução, em seu art. 20, cria regime específico de registro automático para a distribuição de cotas de fundos fechados, e somente de fundos fechados.

26. Não me parece que a inexistência de norma específica da Instrução 356/01 quanto ao registro automático da distribuição pública de cotas dos fundos abertos deva ser interpretada como uma autorização para a distribuição pública daquelas cotas sem registro ou com dispensa de registro (o que violaria os arts. 2º, IX e 19, da Lei 6.385/76). A consequência de tal silêncio, por força do art. 1º da Instrução 400/03, deve ser, até a edição de norma específica, a aplicação dessa última Instrução à distribuição pública de cotas de FIDC aberto.

27. Contudo, quanto aos FIDC abertos que não fossem distribuídos publicamente (e a cujas cotas faltaria, portanto, a natureza de valor mobiliário, em razão dos ativos do fundo serem créditos, e não valores mobiliários), creio que seria possível sustentar, atualmente, a possibilidade de colocação privada, sem registro na CVM, dada a inexistência de regra equivalente à do art. 19 da Instrução 409. Por isto, creio que tal norma deve ser introduzida.

28. Parece-me, adicionalmente, que qualquer que seja a modalidade de fundo de investimento aberto, a presunção que permite a dispensa de maiores requisitos para a distribuição pública está na possibilidade de livre resgate a qualquer tempo, com liquidez bastante rápida. Assim, entendo que se deva cogitar da introdução de norma que determine a aplicação da Instrução 400/03 (ou do tratamento específico conferido à distribuição de fundos fechados por normas específicas) quando houver limitação significativa ao exercício do resgate, ou à disponibilidade do valor resultante daquele exercício.

III.2. Cotas de fundos fechados

29. Já no caso das cotas de fundos fechados, a Instrução 409 adota duas soluções distintas: em primeiro lugar, quando o acesso ao fundo não for restrito a investidores qualificados, isto é, quando se tratar de fundos em que sejam admitidos quaisquer investidores (qualificados ou não),⁴³³ o art. 22 da Instrução presume que a distribuição é pública, e manda aplicar a Instrução 400⁴³⁴.

⁴³³ O conceito de investidor qualificado da Instrução 409 consta de seu art. 109, e abrange: instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I à Instrução; fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

⁴³⁴ Diz o art. 22: “A distribuição de cotas de fundo fechado que não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados deverá ser precedida de registro de oferta pública de distribuição nos termos da Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003”.

30. Esta presunção, diferentemente daquela do art. 19 relativa aos fundos abertos, somente pode estar apoiada na suposição de que, ao pretender acessar investidores de varejo, o administrador do fundo não o fará visando a um número reduzido de cotistas, que poderia alcançar sem realizar esforço de venda. Mas, evidentemente, uma situação excepcional (que em verdade não consigo imaginar) poderia permitir que se requeresse, nos termos do art. 4º da Instrução 400/03, a dispensa de requisitos da oferta.

31. Contudo, poderia ocorrer situação similar àquela tratada quando discuti a situação dos fundos abertos, em que um número pequeno de investidores não qualificados pretenda obter, através de um administrador, apenas o registro do “funcionamento” de um condomínio constituído como fundo perante a CVM. Neste caso se estaria diante de uma colocação privada, que não é vedada pela Lei. Contudo, pelas razões que antes expus, parece-me que a utilização da CVM para tal efeito seria danosa não só à própria autarquia (que estaria atuando para além de seu mandato legal) como para os próprios interessados, dados os riscos legais envolvidos⁴³⁵.

32. Em segundo lugar, no que se refere às cotas de fundos fechados destinados exclusivamente a investidores qualificados, o art. 23 da Instrução 409 estabeleceu que o “registro de distribuição” “dependerá do envio dos documentos previstos no art. 24, através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e considerar-se-á automaticamente concedido na data constante do respectivo protocolo de envio”.

33. Vê-se, assim, que atuando na área de regulamentação específica, a Instrução 409 criou requisitos de registro de distribuição pública relativos às matérias autorizadas pelo art. 60 da Instrução 400, adotando o registro automático como padrão.⁴³⁶ Para tanto, basta que o fundo seja fechado e destinado a investidores qualificados.

34. Na mesma linha, as Instruções CVM 205/94 (FII), 209/94 (FMIEE), 356/01 (FDIC) e 391/03 (FIP) criaram requisitos próprios para o registro da distribuição dos fundos fechados de que tratam, também destinados a investidores qualificados, sendo a destinação a tal público obrigatória no caso dos FIDC e dos FIP.⁴³⁷

35. Nada obstante tais regimes específicos, tanto a Instrução 409 (art. 24), quanto as Instruções 205 (art. 8º) e 356/01 (art. 20, § 1º) exigem que o administrador do fundo celebre contrato de distribuição com instituição integrante do sistema de distribuição. A Instrução 391/03 (art. 9º, § 4º) estabelece que tal contratação somente é obrigatória quando o administrador não for integrante do sistema de distribuição, dando a entender que tal contratação se destina, entre outros, à prestação de serviços de “distribuição de cotas”.

435 Confira-se, a propósito, a nota 11 acima.

436 As distinções entre o regime da Instrução 409 e o da Instrução 400 incluem dentre outras, e além do registro automático, a ausência de prévio exame do material publicitário; a apresentação facultativa de prospecto, o qual, se existir, também não carece de prévia análise pela CVM; e a inexistência de anúncio de início e de encerramento da distribuição.

437 Valendo relembrar que: (i) o registro nas Instruções 205 e 209 não é automático; (ii) o registro de distribuição pública de cotas de FMIEE, embora obrigatório (art. 21), pode ser dispensado pela CVM em determinados casos (art. 22, §1º) e (iii) os FIDC podem ser constituídos como fundos abertos.

36. Já a Instrução 209, diferentemente de todas as demais, prevê expressamente a possibilidade de colocação privada de cotas (art. 3º, §2º), mas não ressalva, ao menos expressamente, a necessidade de contratação de intermediário. Ao contrário, o art. 6º, § 2º, da Instrução, com a redação dada pela Instrução 225/94, indica que tal contratação é necessária não apenas para o serviço de “resgate” das cotas,⁴³⁸ mas também para a “colocação” de tais cotas — chamando atenção que se tenha utilizado o verbo “colocar”, e não “distribuir”, o que poderia indicar a necessidade da contratação mesmo para a “colocação privada”.

37. Essa multiplicidade de regimes é que gerou as controvérsias narradas na consulta, às quais se adiciona a dúvida relativa à possibilidade de distribuição privada de cotas dos Fundos Fechados.

38. Mas em resumo, quanto aos temas relativos aos registros dos fundos, pode-se concluir que:

- i. a Instrução 400 admite a criação de regimes próprios de registro de distribuição pública para valores mobiliários específicos, desde que tais regimes abranjam apenas as matérias elencadas no art. 60 daquela Instrução;
- ii. a Instrução 409 criou regimes de registro próprio para a distribuição pública de cotas dos fundos de investimento por ela disciplinados, diferenciando os regimes aplicáveis aos fundos abertos e aos fundos fechados, mas, quanto a estes, mandando aplicar na íntegra a Instrução 400, quando não destinados exclusivamente a investidores qualificados;
- iii. as Instruções 205, 209, 356 (apenas quanto aos FIDC fechados) e 391 também criaram regimes de registro próprios para a distribuição pública de cotas dos fundos de investimento por elas disciplinados, com variações entre si e em relação à Instrução 409;
- iv. a Instrução 356 é silente quanto ao registro de distribuição pública de FIDC abertos, o que leva à aplicação a tal registro das regras da Instrução 400; e,
- v. As Instruções 205, 356, 391 e 409 não são expressas quanto à possibilidade de colocação privada de cotas dos fundos de investimento de que tratam, e a Instrução 209, embora a preveja, não é clara quanto à dispensa da contratação de intermediário nesse caso, sendo certo, ainda, que a Instrução 409 parece presumir que toda colocação de fundo aberto deve presumir-se pública;

IV. Respostas às questões da Consulta

39. Feita a análise das normas vigentes, e proposta sua interpretação, pode-se passar ao exame das questões colocadas na consulta.

⁴³⁸ Resgate que só admitido na liquidação do fundo, dado tratar-se de condomínio fechado (cf. arts. 1º e 25 da Instrução 209).

IV.1 Possibilidade de colocação privada de cotas de Fundos Fechados

40. Nem a lei, nem a Instrução 400, vedam a colocação privada (isto é, não pública) de valores mobiliários, nem tampouco exigem, para essa modalidade de venda, registro perante a CVM (cf., a propósito, o art. 19 da Lei 6.385/76). Seria mesmo duvidoso, como salientou a PFE, que a CVM pudesse exigir o registro de colocação privada.

41. Quando se trata de fundos de investimento, com maior razão, a distribuição pública é o que legitima a intervenção da CVM, dado que, como visto, salvo no que se refere aos Fundos Imobiliários, não há norma legal que determine a possibilidade de a CVM conceder registros ou autorizações que produzam qualquer efeito jurídico, se não houver distribuição pública.

42. Mesmo o fato de as cotas de fundos de investimento que invistam em valores mobiliários serem valores mobiliários (art. 2º, inciso VI, da Lei 6.385/76), assegura a competência da CVM para regular a distribuição pública de tais valores, mas não lhe confere poder para conceder registro a condomínios que se constituam pela comunhão de propriedade de tais bens sem tal oferta pública.

43. No caso dos Fundos Imobiliários, por outro lado, embora a Lei 8.668/93 determine que a CVM tem competência para regular a constituição dos fundos, o art. 1º da mesma Lei deixa expresso que eles se caracterizam “pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários”. Isto é: a forma pública de captação de recursos do fundo imobiliário (*rectius*, da distribuição de suas cotas) parece ser elemento necessário para que eles possam ser constituídos.

44. Não parece possível, assim, do ponto de vista legal, que a CVM conceda registro a qualquer fundo de investimento em que o administrador pretenda colocar suas cotas exclusivamente de modo privado. Em tais casos, se estará diante de um condomínio não regulado pela CVM, segundo a legislação em vigor. Somente a edição de uma lei que atribuísse competência à CVM para criar um registro de fundos, independentemente de sua distribuição pública, daria poderes à autarquia para tanto. Por estas razões, embora nada impeça que o administrador deixe de realizar esforço de venda de cotas de fundo registrado na CVM, o registro deve ser examinado e concedido como se tal esforço fosse realizado.

45. Até lá, embora os termos da regulamentação da CVM sobre o tema mereçam consolidação sistemática (como proporei ao final), não é equivocada a exigência regulamentar de que a autorização para funcionamento dos fundos de investimento (o registro de fundos) seja acompanhada da comprovação da celebração de contrato com entidade integrante do sistema de distribuição, para efetuar a necessária colocação pública das cotas.

46. Apesar disto, nada impede que a CVM estabeleça regras especiais de concessão au-

tomática de registro de funcionamento e de distribuição de cotas de fundos de investimento, ou mesmo para sua dispensa, inclusive condicionando a concessão de tais favores ao número máximo de destinatários e ao valor da oferta (como já o faz o art. 22, § 1º, da Instrução 209, com a redação da Instrução 363/02) ou à qualificação dos investidores.

47. Portanto, embora me veja obrigado a responder negativamente à pergunta sobre a possibilidade de colocação privada de cotas de fundos de investimento regulados pela CVM, tendo em vista a necessidade de consolidação da regulamentação pertinente, bem como a inexistência de impedimento a que a CVM estabeleça regras especiais de concessão automática de registro de funcionamento e de distribuição de cotas de fundos de investimento, ou mesmo de sua dispensa, inclusive condicionando a concessão de tais favores ao número máximo de destinatários e ao valor da oferta (como já o faz o art. 22, § 1º, da Instrução 209, com a redação da Instrução 363/02) ou à qualificação dos investidores, parece-me urgente que: (i) sejam revisadas as normas da Instrução 409/04 na parte relativa às dispensas de requisitos e de registro de distribuição pública, aos regimes especiais de registro e às demais matérias que mencionei neste voto; e (ii) seja mandado aplicar tais regras revisadas à distribuição pública de todos os Fundos Fechados, e à dos fundos abertos em que existam restrições significativas de liquidez, salvo naquilo em que mereçam tratamento específico nas Instruções respectivas.

IV.2 Necessidade de intervenção de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição em colocação privada de cotas de Fundos Fechados

48. Pelas mesmas razões expostas ao longo deste voto, no sentido de que a legitimação da intervenção da CVM no registro de funcionamento de fundos de investimento decorre da distribuição pública de suas cotas, entendo necessária a intervenção de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição em colocação de cotas de Fundos Fechados que sejam regidos pela CVM, pois tal intervenção decorre de comando legal (art. 19 da Lei 6.385/76).

49. Nada obstante, nos casos em que a CVM dispensar o registro da distribuição pública, na forma da autorização legislativa constante do § 5º, I, do art. 19, poderá também dispensar a intervenção de instituição integrante do sistema de distribuição, amparada no disposto no inciso III, §3º, do art. 2º da Lei 6.385/76, devendo tais pontos ser aclarados em norma geral.

IV.3. Consequências da intervenção de instituição intermediária em colocação privada de cotas de Fundos Fechados, à luz da Deliberação CVM 20/85

50. Como visto, não me parece que seja possível a colocação privada de cotas de fundos submetidos à supervisão da CVM. Além disto, parece-me que a intervenção das instituições intermediárias é obrigatória, à luz da regulamentação atual, em quaisquer colocações de cotas de fundos a que a CVM conceda registro.

51. Sem prejuízo de tais conclusões, quando a CVM vier a editar normas gerais que dispensem o registro de certas colocações públicas de cotas de fundos de investimento,

parece-me que será razoável que possa dispensar a intervenção de entidades do sistema de distribuição em tais colocações, pelas mesmas razões que motivarem a dispensa do registro.

52. Contudo, se mesmo em caso de dispensa de registro houver intervenção de entidade componente do sistema de distribuição, a Deliberação 20 terá aplicação, enquanto vigorar, e a negociação será considerada pública.

IV.4. Possibilidade e requisitos para a negociação em bolsa ou em mercado de balcão de cotas de Fundos Fechados colocadas privadamente

53. Pelas razões antes expostas, não me parece possível a colocação privada de cotas de fundos regulados pela CVM. Contudo, nas hipóteses em que, no futuro, o registro de distribuição de certas colocações públicas de cotas de fundos de investimento vier a ser dispensado, parece-me que deverão ser aplicadas regras similares àquelas da Instrução 400/03, que admitem a negociação no mercado secundário após o decurso do período de 18 meses.

54. Nada obstante, entendo que na hipótese de tal autorização vir a ser concedida, ela deveria constar de norma genérica aplicável a todos os Fundos Fechados.

IV. 5 Necessidade de registro perante a CVM de Fundos Fechados cujas cotas sejam colocadas privadamente

55. Finalmente, pelas razões que expus, parece-me que não há, nem necessidade, nem possibilidade, de registro na CVM de fundos de investimento em geral cujas cotas destinem-se à colocação privada, sem prejuízo de que, em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores obtenham o registro de fundos junto à CVM, sujeitando-se a todos os ônus inerentes, e não venham a realizar efetivo esforço de colocação pública.

É esse o meu voto.

Rio de Janeiro, 21 de fevereiro de 2006

Marcelo Fernandez Trindade
Presidente

24.9. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/591

Acusados: Antonio Joaquim Peixoto de Castro Palhares
Celina Corrêa Peixoto de Castro Palhares
César Augusto Peixoto de Castro Palhares
Eloisa Maria Peixoto Palhares
Emílio Salgado Filho
Espólio de Maria Cândida Peixoto de Castro Palhares
Gilda Maria Peixoto Palhares
Heitor Peixoto de Castro Palhares
João Carlos Peixoto de Castro Palhares
Jorge Paulo Peixoto de Castro Palhares
Luiz Fernando Cirne Lima
Maria Helena Palhares Salgado
Paulo César Peixoto de Castro Palhares
Paulo César Peixoto de Castro Palhares Filho
Zélia Maria Peixoto de Castro Palhares

Ementa: Proposta e aprovação em AGE de cláusula estatutária que obriga o acionista que se torne titular de 40% do capital social a realizar uma oferta pública de aquisição de ações. *Absoluções*. Proposta e aprovação em AGE de regras estatutárias relacionadas à estrutura e funcionamento do conselho de administração da GPC, em benefício particular dos acionistas vinculados por acordo de voto, em conflito de interesses e com desvio de poder. *Multas*. Não reapresentação e reenvio do Formulário de Referência com a alteração do acordo de acionistas. *Multas*. Divulgação da proposta da administração à AGE sem a descrição dos interesses do administrador e dos acionistas vinculados por acordo de voto. *Multas*.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valo-

res Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, na forma do inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/76, combinado com o inciso I do §1º do mesmo artigo, por unanimidade de votos, decidiu:

1. Aplicar aos acusados Antônio Joaquim Peixoto de Castro Palhares, Celina Corrêa Peixoto de Castro Palhares, César Augusto Peixoto de Castro Palhares, Eloisa Maria Peixoto Palhares, Espólio de Maria Cândida Peixoto de Castro Palhares, Gilda Maria Peixoto Palhares, Heitor Peixoto de Castro Palhares, João Carlos Peixoto de Castro Palhares, Jorge Paulo Peixoto de Castro Palhares, Paulo César Peixoto de Castro Palhares Filho, Maria Helena Palhares Salgado e Zélia Maria Peixoto de Castro Palhares, na qualidade de acionistas da GPC, a pena de multa pecuniária individual de R\$300.000,00, por votarem pela aprovação de regras que os beneficiou de maneira particular na condição de acionistas mais antigos, em infração ao art. 115, §1º, combinado com o art. 138, §1º, ambos da Lei nº 6.404/76;
2. Aplicar ao acusado Paulo César Peixoto de Castro Palhares, na qualidade de membro do conselho de administração da GPC, a pena de multa pecuniária de R\$200.000,00, por ter deliberado regras sobre as quais tinha interesse próprio, em infração ao art. 156, combinado com o art. 138, §1º, ambos da Lei nº 6.404/76;
3. Aplicar aos acusados Emílio Salgado Filho e Luiz Fernando Cirne Lima, na qualidade de membros do conselho de administração da GPC, a pena de multa pecuniária individual de R\$150.000,00, por deliberarem a disposição que atribuiu ao presidente do conselho de administração poderes para escolher diretamente o diretor-presidente e um dos dois diretores vice-presidentes, na reunião do conselho de administração de 24.09.2013, em infração ao art. 154, §1º, combinado com o art. 138, §1º, ambos da Lei nº 6.404/76.
4. Aplicar ao acusado Emílio Salgado Filho, na qualidade de diretor de relação com investidores da GPC:
 - 4.1. A pena de multa de R\$100.000,00, por não divulgar a alteração do acordo de acionistas e não enviar eletronicamente à CVM o acordo modificado, em infração aos artigos 24, §3º, X, e 30, VIII, ambos da Instrução CVM nº 480/09; e
 - 4.2. A pena de multa de R\$100.000,00, por divulgar a proposta da administração à assembleia geral sem a descrição detalhada do interesse próprio e dos demais acionistas, em infração ao art. 8º, V, da Instrução CVM nº 481/09.
5. Absolver os acusados Antônio Joaquim Peixoto de Castro Palhares,

Celina Corrêa Peixoto de Castro Palhares, César Augusto Peixoto de Castro Palhares, Eloisa Maria Peixoto Palhares, Espólio de Maria Cândida Peixoto de Castro Palhares, Gilda Maria Peixoto Palhares, Heitor Peixoto de Castro Palhares, João Carlos Peixoto de Castro Palhares, Jorge Paulo Peixoto de Castro Palhares, Maria Helena Palhares Salgado, Paulo César Peixoto de Castro Palhares Filho, e Zélia Maria Peixoto de Castro Palhares, na qualidade de acionistas da GPC, por votarem, favorável e decisivamente, pela aprovação de reforma estatutária que prevê a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações na AGE de 10.10.2013.

6. Absolver os acusados Emílio Salgado Filho, Luiz Fernando Cirne Lima e Paulo César Peixoto de Castro Palhares, na qualidade de membros do conselho de administração da GPC, por proporem reforma estatutária que prevê a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações na reunião do conselho de administração de 24.09.2013.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os *litis* consórcios tiverem diferentes procuradores.

Com a entrada em vigor do Decreto nº 8.652/2016, as decisões absolutórias transitam em julgado na 1ª Instância, sem a interposição de recurso de ofício por parte da CVM.

Proferiram defesas orais os advogados (i) Gustavo Gonzales, representando os acusados Antonio Joaquim Peixoto de Castro Palhares, Celina Correa Peixoto de Castro Palhares, Cesar Augusto Peixoto de Castro Palhares, Espólio de Maria Cândida Peixoto de Castro Palhares, Gilda Maria Peixoto Palhares, Heitor Peixoto de Castro Palhares, Eloisa Maria Peixoto Palhares, João Carlos Peixoto de Castro Palhares, Jorge Paulo Peixoto de Castro Palhares, Maria Helena Palhares Salgado, Paulo César Peixoto de Castro Palhares Filho, e Zélia Maria Peixoto de Castro Palhares; e (ii) André Cantidiano, representante dos acusados Emílio Salgado Filho, Luiz Fernando Cirne Lima, e Paulo César Peixoto de Castro Palhares.

Presente a Procuradora-federal Cristiane Iwakura, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Relator, Gustavo Tavares Borba, Pablo Renteria, e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 12 de julho de 2016.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente da Sessão de Julgamento

Relatório

I. Do Objeto:

1. Trata-se de Termo de Acusação elaborado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP, em face de César Augusto Peixoto de Castro Palhares, Gilda Maria Peixoto Palhares, Heitor Peixoto de Castro Palhares, Antonio Joaquim Peixoto de Castro Palhares, Zélia Maria Peixoto Palhares, João Carlos Peixoto de Castro Palhares, Espólio de Maria Cândida Peixoto Palhares, Eloisa Maria Peixoto Palhares, Paulo César Peixoto de Castro Palhares Filho, Celina Corrêa Peixoto de Castro Palhares, Jorge Paulo Peixoto de Castro Palhares, Maria Helena Palhares Salgado, Paulo César Peixoto de Castro Palhares, Emílio Salgado Filho e Luiz Fernando Cirne Lima (“Acusados”) que, na qualidade de administradores e/ou acionistas da GPC Participações S.A. (“GPC” ou “Companhia”), votaram favorável e decisivamente pela aprovação de reforma estatutária que (i) previa a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) para acionista que alcançasse participação de 40% do capital da Companhia e (ii) alterava as atribuições do Conselho de Administração, ambas as deliberações no interesse exclusivo do grupo de acionistas do qual participavam.

II. Dos Fatos:

2. Em 09.4.2013, a GPC e suas controladas GPC Química e Apolo Tubos apresentaram pedido de recuperação judicial⁴³⁹ que foi deferido em 15.5.2013 pela 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. À época, um grupo de 45 acionistas (“Acionistas Vinculados”) pertencentes preponderantemente à família Peixoto de Castro e vinculados entre si por acordo de voto conduziam os negócios da GPC.

3. Em 11.6.2013, o quadro acionário da GPC era o seguinte:

Acionista	Quantidade de Ações	Percentual
Acionistas vinculados	135.043.969	37,63%
Antonio Dias dos Santos	44.610.997	12,43%
Portal Clube de Investimentos	35.907.997	10,01%
Outros	143.286.742	39,93%
Total	358.849.702	100%

4. Cabe destacar, preliminarmente, que os números constantes deste quadro divergem daqueles apresentados pela GPC à CVM no Formulário de Referência de 2012, em razão das seguintes inconsistências em seu preenchimento: (i) número total de ações indicado no formulário é maior do que o número de ações efetivamente emitidas pela Companhia; e (ii) a participação dos Acionistas Vinculados no capital da GPC era de aproximadamente 38% e não de 42,90% como informado no Formulário de Referência.

5. O equívoco quanto à participação dos Acionistas Vinculados ocorreu pela inclusão nesse grupo de Sérgio Peixoto de Castro Palhares, que havia se retirado em 2011 do acordo de acionistas. Todavia, tal informação não foi divulgada ao mercado à época, e somente foi retificada após a AGE de 10.10.2013.

6. Após o início do processo de recuperação judicial, constatou-se a expressiva valorização das ações de emissão da Companhia, que passou de R\$ 0,09 (em junho) para R\$ 0,43 (em meados de setembro) e o volume negociado atingiu R\$ 10 milhões por dia, movimento decorrente especialmente das seguintes operações:

- a) Entre 12 e 18.7.2013, Juliana Maria de Andrade Bhering Cabral Palhares adquiriu 2,24% das ações de emissão da GPC, sendo tal investidora integrante da família Peixoto de Castro.
- b) Entre 18.07 e 26.9.2013, S.I.L. e a E.M.E.P.T., sociedades submetidas a um mesmo controlador, adquiriram ações equivalentes a 27,63% do capital da GPC.

7. Em 24.9.2013, tendo em vista as mudanças ocorridas no quadro de acionistas da GPC, o Conselho de Administração da Companhia convocou AGE para deliberar alterações no estatuto social, objetivando dificultar a formação de um grupo de acionistas com participação superior a dos atuais Acionistas Vinculados. Tal convocação foi aprovada por todos os membros do conselho, Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares, Emílio Salgado Filho e Luiz Fernando Cirne de Lima, sendo os dois primeiros integrantes do grupo dos Acionistas Vinculados.

8. A primeira modificação proposta criava o dever de lançamento de oferta pública de aquisição de ações para o acionista que alcançasse participação de 40% ou mais do

capital social GPC (“Defesa via OPA”), conforme as regras a seguir reproduzidas:

- a) qualquer pessoa ou grupo de pessoas que se torne titular de ações representativas de 40% ou mais do capital social da Companhia deverá realizar uma OPA para a aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia.
- b) o preço ofertado por ação será o maior entre (i) valor econômico, apurado por empresa especializada escolhida em AG, acrescido de prêmio de 25%; (ii) 125% do preço de emissão em aumentos de capital ou distribuições públicas ocorridas nos 24 meses que precederem a OPA, atualizados pelo IGP-M; (iii) 125% do valor do patrimônio líquido a preço de mercado na data em que a oferta se tornar obrigatória; (iv) 125% da cotação unitária média nos 15 pregões que tiverem antecedido a OPA; e (v) R\$ 1,00, corrigido pelo IPCA a partir da data em que a oferta tornou-se obrigatória;
- c) sujeitam-se à incidência dessas regras os aumentos de participação, direta ou indireta, incluindo, mas, não se limitando a (i) subscrição de ações em aumentos de capital e (ii) constituição de quaisquer direitos sobre as ações;
- d) serão excepcionados da obrigação de realizar oferta apenas hipóteses de (i) sucessão legal, (ii) incorporação de ações ou de companhias; e (iii) alienação de controle, a qual será regida pelo art. 254-A da Lei 6.404, de 1976⁴⁴⁰;
- e) o acionista responsável deverá solicitar o registro da OPA em até 30 dias do evento que a ensejou, sob pena de suspensão de seus direitos, sem prejuízo de eventual reparação de eventuais perdas e danos causados aos demais acionistas;
- f) sem prejuízo da realização da OPA, o acionista que atingir participação superior a 40% deverá indenizar os acionistas de quem tenha adquirido ações nos 12 meses precedentes pelo montante correspondente à diferença entre o preço da oferta e o preço que lhes tenha pago, atualizado pelo IGP-M.

9. O Conselho também propôs à AGE as alterações a seguir descritas (“Defesa via Conselho”) que estão cotejadas com as regras até então vigentes no estatuto social da Companhia:

440 “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle”

Cenário até 10.10.2013	Mudanças propostas
As assembleias são presididas pelo presidente do Conselho de Administração. Na sua falta, é substituído pelo vice-presidente; na falta deste, por outros membros do conselho; na falta de todos estes, é substituído pelo DRI.	As Assembleias Gerais serão presididas pelo presidente do Conselho de Administração. Na sua falta, será substituído pelo acionista mais antigo presente.
O Conselho de Administração é formado por até 6 membros, com mandato de 1 ano, eleitos pela AG, que nomeia, entre os eleitos, o presidente e vice presidente do órgão.	O Conselho de Administração passará a ser formado por 5 membros, com mandatos de 3 anos, eleitos pela AG. O presidente do órgão será nomeado pela AG, em caso de nenhum dos eleitos for acionista. Em sendo, o presidente do Conselho será o acionista mais antigo.
Os 6 membros da diretoria incluindo os cargos de diretores presidente, vice-presidentes e executivos- são indicados pelo Conselho de Administração de modo colegiado.	O presidente do Conselho de Administração escolherá o diretor presidente e um dos dois diretores vice-presidentes.
As procurações em nome da Companhia podem ser outorgadas por dois diretores, sendo um deles ou o diretor presidente ou um vice-presidente.	As procurações só poderão ser outorgadas por dois diretores, sendo um deles o diretor presidente ou, na sua ausência, um diretor vice-presidente.
A companhia pode ser representada por um único diretor ou procurador em atos de rotina administrativa (endosso de cheques etc.).	Para a prática de tais atos a Companhia poderá ser representada unicamente pelo diretor presidente, por um diretor vice-presidente, ou por um único procurador.

10. No mesmo dia 24.9.2013, foi apresentada proposta da Administração da GPC contendo versão do estatuto social com destaque para as mudanças propostas e as justificativas da administração para tais mudanças, a seguir parcialmente transcritas:

a) “as mudanças propostas na estrutura da administração da Companhia têm por objetivo fortalecer a administração de modo a permitir a melhor condução das atividades da Companhia, especialmente durante o processo de recuperação judicial (...);”

b) “o dispositivo de proteção à dispersão acionária visa a estabelecer regras que protejam os acionistas minoritários e o valor das ações em circulação da Companhia de capital especulativo, tendo em vista a atual situação econômica da Companhia e o processo de recuperação judicial que, por si só, geram maior volatilidade no preço e volume de negociação das ações (...); e

c) “as alterações propostas não geram efeitos econômicos relevantes para os acionistas da Companhia”.

11. Em 01.10.2013, G.B.I.C.G.R. (em conjunto com a S.I.L. e com a E.M.E.P.T. doravante “Investidoras”) informou ter adquirido ações correspondentes a 5,40% do capital da Companhia. Ainda segundo o comunicado, a G.B.I.C.G.R. não teria o objetivo de alterar a estrutura administrativa e tampouco seria parte de acordo, ou contrato regendo direito de voto, ou compra e venda de valores mobiliários de emissão da GPC.

12. Em 02.10.2013, S.I.L. e E.M.E.P.T. informaram novas aquisições de ações, com as quais atingiram participações correspondentes a 18,99% e 8,64%, respectivamente. As compras foram comunicadas à Companhia, como também foram enviadas declarações quanto à inexistência de intenção, naquele momento, de alterar o controle acionário ou a estrutura administrativa; e de contratos ou acordos sobre direito de voto, compra e venda, ou quaisquer outros direitos sobre valores mobiliários de emissão da Companhia.

13. Em razão dessas negociações, o quadro acionário da GPC passou a ter a seguinte composição, a demonstrar que as Investidoras passaram a deter 33,03% do capital, percentual próximo aos dos Acionistas Vinculados, 37,65%:

Acionista	Quantidade de Ações	Percentual
Acionistas vinculados	135.093.869	37,65%
Juliana Maria de Andrade Bhering Cabral Palhares	8.039.500	2,24%
S.I.L	67.843.864	18,99%
G.B.I.C.G.R.	30.995.100	8,64%
Outros	19.700.900	5,40%
Outros	97.176.469	27,08%
Total	358.849.702	100%

14. Em 10.10.2013, a assembleia geral extraordinária aprovou todas as mudanças estatutárias propostas pelo Conselho de Administração, deliberação que contou com os

votos dos Acionistas Vinculados, representados no ato por Cesar Augusto Peixoto de Castro Palhares.

15. Alguns acionistas apresentaram protestos e votos contrários à deliberação, argumentando em resumo o que se segue:

Quanto às Defesas de um modo geral:

- a) as Defesas são ilegais na medida em que visam proteger interesses exclusivos dos acionistas controladores, assegurando-lhes o exercício de cargos e funções essenciais na condução dos negócios societários e inviabilizando qualquer operação que possa ameaçar sua predominância;
- b) cláusulas estatutárias como as submetidas à deliberação, ao deixar de lado o interesse da companhia em benefício de determinado acionista ou grupo de acionistas, infringem o princípio da prevalência do interesse social refletido nos artigos 115, 116 e 117, dentre outros, da Lei nº 6.404, de 1976; e
- c) as matérias objeto da assembleia representam benefício particular aos acionistas controladores, razão pela qual eles estão impedidos de votar, nos termos do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976⁴⁴¹.

Quanto à Defesa via Conselho:

- a) ela viola os artigos 138, §1º, e 140, I a IV, da Lei nº 6.404, de 1976⁴⁴²;
- b) privilegia os atuais administradores e controladores, já que eles são os acionistas mais antigos; e
- c) cria privilégios entre acionistas que detêm ações da mesma classe, contrariamente ao previsto no art. 109, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976⁴⁴³.

Quanto à Defesa via OPA:

- a) ela limita as possibilidades de captação de recursos pela GPC, inviabilizan-

441 “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. § 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia”

442 “Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. § 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores. Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: I - o número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembleia ou pelo próprio conselho; II - o modo de substituição dos conselheiros; III - o prazo de gestão, que não poderá ser superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição; IV - as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho, que deliberará por maioria de votos, podendo o estatuto estabelecer quórum qualificado para certas deliberações, desde que especifique as matérias.”

443 “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...) § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.”

do, em especial, que credores capitalizem seus créditos, como é comum em casos de recuperação judicial;

- b) as hipóteses de exceção à Defesa via OPA – sucessões legais e incorporações – atendem aos interesses da família Peixoto de Castro, pois está em curso ação de inventário dos bens da matriarca da família e a família detém participações minoritárias nas sociedades controladas da GPC;
- c) ela contraria o art. 36 da Lei nº 6.404, de 1976⁴⁴⁴, ao dificultar a circulação de ações;
- d) o valor mínimo de R\$1,00 por ação a ser pago pelo eventual responsável por uma OPA é arbitrário, e não possui qualquer relação com o valor de mercado, patrimonial ou contábil das ações;
- e) o “passivo retroativo” – obrigação de estender o preço da OPA a acionistas que alienaram ações ao ofertante nos 12 meses anteriores – é inexequível na prática;
- f) também é inexequível o prazo de 30 dias para solicitar o registro da OPA , diante dos diversos procedimentos prévios que o estatuto exige;
- g) foi estabelecido um tratamento desigual entre acionistas, pois, se os controladores decidirem vender suas ações, poderão fazê-lo sem que o adquirente precise realizar a OPA estatutária, bastando-lhe cumprir o art. 254-A da Lei nº 6.404, de 1976, já os demais acionistas, se alienarem uma quantidade praticamente igual de ações, necessitarão realizar a OPA prevista no estatuto; e
- h) ela é casuística, pois os Acionistas Vinculados eram os únicos que detinham mais de 40% das ações por ocasião da criação dessa obrigação.

III. Da Acusação:

I. Divulgação das Informações ao Mercado

16. A Acusação verificou que o formulário de referência enviado à CVM indicava que os Acionistas Vinculados detinham mais de 42% do capital social da Companhia. O acordo de acionistas disponível corroborava essa informação e não havia registro de que Sérgio Peixoto de Castro Palhares havia se desvinculado unilateralmente em 21.7.2011.

17. A informação mostrou-se relevante no contexto da AGE, pois uma das matérias

⁴⁴⁴ “Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas. Parágrafo único. A limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de “Registro de Ações Nominativas”.

em discussão era a criação da obrigação de lançamento de uma oferta pública, pela totalidade das ações, por parte dos acionistas que atingissem participação superior a 40% do capital da GPC, exceto em se tratando de alienação de controle, hipótese em que se aplicaria o art. 254-A da Lei nº 6.404, de 1976.

18. Como se viu, as Investidoras partiram dessa falsa premissa sobre a quantidade de ações detidas pelos Acionistas Vinculados, ao questionarem a isonomia da obrigação de lançamento de oferta pública, pois consideraram que os Acionistas Vinculados já detinham mais de 40% do capital.

19. A falha da informação só foi sanada na própria AGE⁴⁴⁵. Se até mesmo os acionistas diretamente engajados na contestação das propostas de reforma do estatuto estavam em erro, eles, e possivelmente outros, também o estavam ao negociar com ações de emissão da GPC.

20. Como dispõe o art. 24, §3º, X, da Instrução CVM nº 480, de 2009⁴⁴⁶, a alteração do acordo de acionistas deveria ter ensejado a reapresentação do formulário de referência em até 7 dias úteis, ou seja, até 01.8.2011⁴⁴⁷. Na mesma data, o próprio acordo deveria ter sido enviado à CVM por meio eletrônico, como dispõe o art. 30, VIII, da Instrução antes mencionada⁴⁴⁸.

21. Era responsável pelo cumprimento dessas obrigações, nos termos do art. 45 da referida instrução, Emílio Salgado Filho, que ocupava o cargo de diretor de relações com investidores da GPC⁴⁴⁹ e também faz parte do acordo de acionistas cuja divulgação não foi providenciada.

II. A Defesa via OPA

22. A Acusação entende que o estatuto, ao fixar o gatilho da oferta em 40% das ações emitidas, geraria efeitos assimétricos sobre os acionistas, dividindo-os em dois grupos distintos: de um lado, os Acionistas Vinculados, já virtualmente detentores dessa quantidade de ações, ficariam seguros contra a eventual formação de um grupo com participação acionária superior; de outro, os demais acionistas ficariam privados da possibilidade de venderem suas ações a quem se dispusesse a assumir o controle.

23. Dessa forma, segundo a acusação, um dos potenciais benefícios das *poison pills*,

445 Fls. 6/7.

446 “Art. 24. O formulário de referência é documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 24. (...) §3º - O emissor registrado na categoria A deve atualizar os campos correspondentes do formulário de referência, em até 7 (sete) dias úteis contados da ocorrência de qualquer dos seguintes fatos: X – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte referente ao exercício do direito de voto ou poder de controle do emissor;”

447 O art. 36 da Instrução CVM nº 480/09 dispensa a apresentação do formulário de referência para emissores em recuperação judicial. Lembre-se, no entanto, que a recuperação judicial da GPC teve início em maio de 2013 e a desatualização ora discutido ocorreu quase dois anos antes.

448 “Art. 30. O emissor registrado na categoria A deve enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações eventuais:(...)VIII – acordos de acionistas e outros pactos societários arquivados no emissor, em até 7 (sete) dias úteis contados de seu arquivamento;”

449 Eleito em 12.01.2010.

que é a divisão equânime de prêmios de controle, não estaria presente no caso. Assim, o objetivo mais nítido da Defesa via OPA seria reforçar a predominância dos Acionistas Vinculados, inviabilizando qualquer mudança de controle sem a sua concordância.

24. A Acusação destaca que apesar de os Acionistas Vinculados deterem 37,65% das ações emitidas pela GPC; pessoas próximas, inclusive, em alguns casos, com laços familiares, detêm participação que levam esse patamar para 39,89%. Por exemplo, a acionista Juliana Maria de Andrade Bhering Cabral Palhares é casada com Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares Filho, que, assim como seu pai, é um dos Acionistas Vinculados⁴⁵⁰. Ela detinha, à época da AGE, ações representativas 2,24% do capital da GPC⁴⁵¹.

25. Segundo a Acusação, não haveria razão para a adoção da Defesa via OPA, inclusive porque os Investidores, ao serem questionados, negaram a intenção de alterar a administração, ou o controle acionário da GPC (fls. 76 a 79).

26. A desconfiança em relação à intenção dos Investidores parece ter sido o real propósito para a adoção das Defesas, e é o que transparece da leitura da justificativa levada pelos administradores à AGE: a “proteção de acionistas minoritários contra capital especulativo”. Na proposta, essa necessidade de proteção foi associada ao processo de recuperação judicial, dando a entender que os Investidores, ou alguém que se acreditasse estar por trás deles, pudessem interferir negativamente neste processo.

27. Segundo a Acusação, é duvidoso que esse receio fosse uma justificativa aceitável para as alterações estatutárias. Ainda que o receio fosse fundado, os administradores dispunham de outros recursos para impedir que ele se concretizasse. Por exemplo, estando de posse de declarações públicas das Investidoras de que não tinham intenção de promover mudanças substanciais na GPC, poderiam questionar judicialmente eventuais deliberações tomadas por eles em sentido contrário ao que haviam declarado⁴⁵².

28. De todo modo, buscou-se verificar se o receio dos administradores era compartilhado por aqueles diretamente envolvidos na recuperação judicial, que prevê a figura de “credores apoiadores”, ou seja, credores que optem por conceder “novas linhas de crédito, adiantamento e liberação de recursos, fornecimento continuado de bens e serviços em condições competitivas ou qualquer outro tipo de concessão ou transação que venha a ajudar na superação crise”.

29. Esses credores estão entre aqueles que continuaram a manter tratativas e relações comerciais com a GPC após o pedido de recuperação judicial, em maio de 2013, ou seja, concomitantemente às aquisições de ações pelos Investidores. Desse modo, se havia receio de que os Investidores poriam em risco a recuperação judicial, era de se

450 O pai de Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares Filho é o presidente do conselho de administração da GPC.

451 Entre os acionistas remanescentes, há ainda pessoas jurídicas e fundos de investimento cujos cotistas também são membros da família Peixoto de Castro. É o caso, por exemplo, de JCP Participações Ltda. e Appia JPA Fundo de Investimento em Ações. Todavia, o completo esclarecimento das relações entre tais pessoas demandaria diligências prolongadas e, ao final, desnecessárias, dado que o ponto relevante a ser demonstrado – o favorecimento dos Acionistas Vinculados – já pode ser percebido independentemente das participações dessas pessoas e desses veículos de investimento.

452 Medidas dessa natureza são relativamente comuns em tentativas de tomada de controle. De Pamphilis, Donald M. (2009) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, 5th ed., Elsevier. p. 115

esperar que esses credores expressassem essa preocupação.

30. Entretanto, todos os credores enquadrados nessa categoria – o B.C.I.S.A., o B.B.B.M.S.A. e o B.P.S.A.⁴⁵³ – foram indagados e negaram ter externado à GPC preocupações quanto à mudança no seu controle acionário⁴⁵⁴.

31. A Acusação destaca que a Defesa via OPA não exime os acionistas que alcancem participação de 40% no capital social por meio da capitalização de créditos da obrigação de lançamento da OPA. Como a capitalização pode ser útil na recuperação da GPC, a perda dessa possibilidade agrava ainda mais o desequilíbrio entre custos e potenciais benefícios da Defesa via OPA.

32. Conclui a Acusação que a Defesa via OPA mostrou-se desproporcional e desarrazoada, pois conferiu privilégios aos administradores em detrimento dos interesses da coletividade dos acionistas. Os únicos favorecidos, ainda no entender da Acusação, foram aqueles que efetivamente sentiram-se ameaçados pelos Investidores: os Acionistas Vinculados, grupo ao qual pertencem dois dos três administradores que propuseram tal procedimento. A forte ligação entre os administradores e os Acionistas Vinculados mostrou-se a única motivação plausível para a adoção da Defesa via OPA.

33. Para a Acusação não resta dúvidas quanto à ilegalidade da adoção da Defesa via OPA, e destaca os seguintes pontos quanto à responsabilidade dos administradores:

- a) os responsáveis são os três membros do conselho de administração que propuseram a sua adoção⁴⁵⁵;
- b) Paulo César Peixoto de Castro Palhares e Emílio Salgado Filho, pertencentes ao grupo de Acionistas Vinculados, tinham interesse substancial na adoção do procedimento, e, ao votarem, violaram o art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976⁴⁵⁶;
- c) Luiz Fernando Cirne Lima não estava impossibilitado de participar da discussão e da deliberação, mas, ao votar favoravelmente, o fez de modo a favorecer os Acionistas Vinculados que o elegeram, em desacordo com o art. 154, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976⁴⁵⁷; e
- d) Emílio Salgado Filho violou ainda o art. 8º, V, da Instrução CVM nº 481,

453 Outro credor que o desejasse poderia conceder novos créditos à GPC e aderir à condição de credor apoiador.

454 Fls. 105/119.

455 Fls. 16/17.

456 “Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.”

457 “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. §1º - O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres”.

de 2009⁴⁵⁸, na qualidade de diretor de relações com investidores, pois a proposta da administração levada à assembleia não continha a descrição detalhada dos seus interesses, dos de Paulo César Peixoto de Castro Palhares, e dos demais Acionistas Vinculados, em relação à adoção da Defesa via OPA.

34. A Acusação também afirma que os Acionistas Vinculados estavam em conflito de interesses e não poderiam ter votado na deliberação da Defesa via OPA, diante da proibição prevista no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e destaca que eles foram representados pelo acionista César Augusto Peixoto de Castro Palhares.

35. A Acusação se reporta ao PARECER/Nº6/2014/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU para concluir que a responsabilidade por tal irregularidade deve ser imputada a todos os acionistas que confirmaram sua participação na reunião prévia que definiu o teor do voto dos Acionistas Vinculados.

III. A Defesa via Conselho

36. A Acusação diz que a Defesa via Conselho contém os mesmos vícios que a Defesa via OPA no que tange à sua motivação, aprovação e efeitos, tanto no âmbito da administração, quanto na AGE.

37. Porém, adicionalmente, a Defesa via Conselho, como apontado pelos Investidores, viola o art. 109, §1º ⁴⁵⁹, da Lei nº 6.404, de 1976, ao criar direitos distintos entre ações da mesma classe, em função do tempo que cada acionista possui ações (antiguidade como acionista); e viola também o art. 138, §1º, da mesma lei, ao desnaturar o conselho de administração como órgão colegiado, por concentrar em seu presidente prerrogativas que vão além da organização dos trabalhos do órgão.

38. Desse modo, e pelas mesmas razões descritas na subseção anterior, a Acusação entende que foram praticadas as seguintes infrações no que tange à Defesa via Conselho:

- a) Paulo César Peixoto de Castro Palhares e Emílio Salgado Filho violaram o art. 156, c.c os artigos 109, §1º, e 138, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976;
- b) Luiz Fernando Cirne Lima violou o art. 154, §1º, c.c os artigos 109, §1º, e 138, §1º, da Lei nº 6.404/76; e
- c) os acionistas que participaram da reunião prévia de 08.10.2013 violaram o art. 115, §1º, c.c os artigos 109, §1º, e 138, §1º, da Lei nº 6.404/76.

39. Por fim, a Acusação lembrou que, segundo entendimento doutrinário predomi-

458 “Art. 8º Sempre que uma parte relacionada, tal como definida pelas regras contábeis que tratam desse assunto, tiver interesse especial na aprovação de uma matéria submetida à assembleia, a companhia deve fornecer aos acionistas, no mínimo, os seguintes documentos e informações:(...) V – descrição detalhada da natureza e extensão do interesse em questão”

459 “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...)§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.”

nante⁴⁶⁰ acolhido pelo Colegiado⁴⁶¹, ainda que as infrações relacionadas às Defesas via Conselho e via OPA resultem de uma mesma conduta, devem ser feitas imputações autônomas, cabendo a majoração das penalidades eventualmente aplicadas, em linha com o disposto no art. 70 do Código Penal.

IV. Das Responsabilidades:

40. Diante do exposto, a Acusação concluiu pelas responsabilizações de:

- a) César Augusto Peixoto de Castro Palhares, Gilda Maria Peixoto Palhares, Heitor Peixoto de Castro Palhares, Antônio Joaquim Peixoto de Castro Palhares, Zélia Maria Peixoto de Castro Palhares, João Carlos Peixoto de Castro Palhares, Espólio de Maria Cândida Peixoto de Castro Palhares, Eloisa Maria Peixoto Palhares, Paulo César Peixoto de Castro Palhares Filho, Celina Corrêa Peixoto de Castro Palhares, Jorge Paulo Peixoto de Castro Palhares, Maria Helena Palhares Salgado, na qualidade de acionistas, por infringir:
 - (i) o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, ao votar favorável e decisivamente na AGE de 10.10.2013 pela aprovação de reforma estatutária que previa a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações, no interesse exclusivo do grupo de acionistas ao qual ele próprio pertencia;
 - (ii) o art. 115, §1º, c.c os artigos 109, §1º, e 138, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, ao votar favorável e decisivamente na AGE de 10.10.2013 pela aprovação de reforma estatutária que alterava os direitos dos acionistas e as atribuições do conselho de administração, no interesse exclusivo do grupo de acionistas ao qual ele próprio pertencia;
- b) Paulo César Peixoto de Castro Palhares, na qualidade de membro do conselho de administração, eleito em 06.05.2013, por infringir:
 - (i) o art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976, ao participar da deliberação do conselho de administração, em 24.09.2013, a respeito de reforma estatutária que previa a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações, no interesse exclusivo do grupo de acionistas ao qual ele próprio pertencia;
 - (ii) o art. 156, c.c os artigos 109, §1º, e 138, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, ao participar da deliberação do conselho de administração, em 24.09.2013, a respeito de reforma estatutária que alterava os direitos dos acionistas e as atribuições do conselho de administração, no interesse exclusivo do grupo de acionistas ao qual ele próprio pertencia;

460 Osório, Fábio Medina (2011) Direito Administrativo Sancionador. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, pp. 345-346.

461 Processo Administrativo Sancionador 20/04, julgado em 21.08.2008. 24 Parecer nº6/2014/GJU-4/PFE-CVM/PGE/AGU

c) Luiz Fernando Cirne Lima, na qualidade de membro do conselho de administração, eleito em 06.05.2013, por infringir:

- (i) o art. 154, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, ao votar, em 24.09.2013, favoravelmente à criação de obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações, no interesse exclusivo do grupo de acionistas Vinculados;
- (ii) o art. 154, §1º, c.c os artigos 109, §1º, e 138, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, ao votar, em 24.09.2013, favoravelmente à reforma estatutária que alterava os direitos dos acionistas e as atribuições do conselho de administração, no interesse exclusivo do grupo de acionistas Vinculados;

d) Emílio Salgado Filho, por infringir:

(i) na qualidade de diretor de relações com investidores, eleito em 12.01.2010:

- o art. 24, §3º, X, da Instrução CVM nº 480, de 2009, ao não reapresentar o formulário de referência em 01.8.2011, em razão da rescisão unilateral do acordo de acionistas arquivado na companhia;
- o art. 30, VIII, da Instrução CVM nº 480, de 2009, ao não disponibilizar pelo Sistema IPE, em 01.8.2011, o acordo de acionistas modificado que foi arquivado junto à companhia;
- infringir o art. 8º, V, da Instrução CVM nº 481, de 2009, por divulgar a proposta da administração à assembleia geral realizada em 10.10.2013 sem a descrição detalhada dos interesses dele próprio, de Paulo César Peixoto de Castro Palhares, e dos demais acionistas Vinculados, com relação às reformas estatutárias a serem deliberadas em tal assembleia;

(ii) na qualidade de membro do conselho de administração, eleito em 06.05.2013:

- o art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976, ao participar da deliberação do conselho de administração, em 24.9.2013, a respeito de reforma estatutária que previa a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações, no interesse exclusivo do grupo de acionistas ao qual ele próprio pertencia; e
- o art. 156, c.c os artigos 109, §1º, e 138, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, ao participar da deliberação do conselho de administração, em 24.9.2013, a respeito de reforma estatutária que alterava os direitos dos acionistas e as atribuições do conselho de administração, no interesse exclusivo do grupo de acionistas ao qual ele próprio pertencia.

V. Da Manifestação da PFE-CVM:

41. Examinada a peça acusatória, a Procuradoria Federal especializada junto à CVM (PFE-CVM) entendeu estarem preenchidos os requisitos constantes dos artigos 6º e 11

da Deliberação CVM nº 538, de 2008 (fls.381-392)⁴⁶².

VI. Da Proposta de Termo de Compromisso:

42. A S.I.L e E.M.E.P.L. também foram acusadas no âmbito deste processo sancionador por reportarem de modo intempestivo e incompleto as aquisições de ações de emissão da GPC. No entanto, essas acionistas propuseram Termo de Compromisso, que foi aceito pelo Colegiado; o qual, posteriormente, determinou o arquivamento do processo em relação aos proponentes, haja vista o cumprimento da obrigação proposta (fls. 714,715 e 730).

VII. Das Defesas:

43. Devidamente intimados, os Acusados apresentaram tempestivamente defesa conjunta, cujos termos estão a seguir resumidos (fls. 587-699).

44. Preliminarmente, a Defesa alega que a acusação não teria se permitido “dar tempo ao tempo” para perceber que a atuação dos Investidores teria convergido para servir a interesses que não se sensibilizariam com os da Companhia, dos demais acionistas e de seus credores, ou pretendiam qualquer desses preservar. Aduz, ainda, que a S.I.L. e a E.M.E.P.T. estão representadas pelos mesmos profissionais que representam a G.B.I. C.G.R., quer na CVM, quer em juízo, como representaram na AGE.

45. Argumentam que o fato de as Investidoras terem negado a intenção de adquirir o controle da Companhia não poderia ser confirmado com a atitude deles, visto que teriam atingido participação no capital social de aproximadamente 35% sem indicar ao mercado (i) que eram partes relacionadas sob o mesmo controle e (ii) que teriam, sim, intenção de adquirir o controle da GPC, como restou demonstrada na inicial da ação anulatória movida poucos dias depois da AGE, na qual não teriam escondido que “pudessem adquirir o controle da Companhia”.

46. Por conta dessas circunstâncias, os acusados propuseram alterações na redação do estatuto social com vistas ao fortalecimento da Companhia, de modo a permitir melhor condução das atividades durante a recuperação judicial e a proteger os interesses dos minoritários por meio do estímulo à manutenção da dispersão acionária, garantido, em caso de ruptura, a reposição igualitária do preço de aquisição.

47. A preocupação da GPC baseava-se no histórico de atuação da pessoa que se passou a identificar como sendo a controladora indireta das Investidoras, cujos interesses não declarados estavam sendo por eles representados: o Sr. N.Q.S.T., antigo investidor do mercado brasileiro, dotado de agressividade reconhecida, diversas vezes referido de forma negativa em matérias jornalísticas.

48. Ciente do histórico do Sr. N.Q.S.T. e de suas atividades predatórias em relação às sociedades nas quais investiu, a administração da GPC convocou a AGE para discu-

⁴⁶² Processo Administrativo Sancionador 20/04, julgado em 21.08.2008. 24 Parecer nº6/2014/GJU-4/PFE-CVM/PGE/AGU.

tir as alterações que visavam, precipuamente: (i) mais estabilidade administrativa na condução da homologação e concretização do Plano de recuperação judicial, e (ii) garantir que eventual tomada hostil de controle viesse a beneficiar financeiramente a totalidade dos demais acionistas da GPC, por meio da inserção do dispositivo estatutário de proteção à dispersão acionária denominada de *poison pill*.

49. Poucos dias após a realização da AGE, as Investidoras, em conjunto representados pelos mesmos advogados, propuseram no Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro ação anulatória das deliberações adotadas na AGE. No corpo da peça inicial, segundo a Defesa, fica claro em diversas passagens que os interesses das Investidoras eram os mesmos, embora tentassem se esconder sob o véu do anonimato de sócios localizados em paraísos fiscais e artifícios conexos. Nos autos da ação anulatória⁴⁶³, as Investidoras confessam que passaram a deter “em conjunto, um total de 33,03% do capital social da GPC, tornando-se as acionistas minoritárias com participação mais relevante da companhia”.

50. Com efeito, os atos praticados e as medidas intentadas pelas Investidoras só reforçam a convicção quanto à representação dos interesses do Sr. N.Q.S.T. e a absoluta adequação das salvaguardas adotadas na AGE em defesa da Companhia e da coletividade de seus acionistas.

51. Destaque-se que a J.G.P.P.L., em outra investida contra a GPC, apresentou à Sra. Gilda Maria Peixoto Palhares, signatária do acordo de acionistas da Companhia, oferta de compra da participação de que ela é titular na GPC (fls. 676 e 677).

52. Na esteira dos atos irresponsáveis que permeiam a tentativa hostil de tomada de controle da GPC, a S.I.L. e a E.M.E.P.T. solicitaram a convocação de AGE para deliberar sobre a propositura de ação de responsabilidade contra os administradores da GPC.

53. A Defesa pontua que se pode perceber claramente que as mudanças no estatuto conduziam ao fortalecimento da administração e à promoção de tratamento igualitário entre os acionistas, na medida em que o prêmio aplicável no caso da OPA seria dividido entre todos os destinatários da oferta, extensível, inclusive, àqueles que teriam alienado ações ao ofertante nos 12 meses precedentes. Nesse sentido, as alterações teriam buscado garantir os interesses de cada um de seus acionistas.

54. Nesse ponto, a Defesa destaca que a inserção da regra estatutária para realização da OPA garantiu a todos os acionistas da GPC direito a *tag along* que, por lei, nenhum dos acionistas teria, pois não há um grupo de controle titular de mais de 50% do capital social da GPC. Em caso de mudança de controle, nenhum acionista teria o benefício previsto no art. 254-A da Lei das SA, que exige como pressuposto a existência de um grupo de controle titular de tal percentual.

463 Conforme informações do Poder Judiciário do Estado do Rio de Janeiro, Exmo. Juiz de direito Fernando Cesar Ferreira Viana despachou em 28.10.2015 nos autos da referida ação anulatória o seguinte: “Diante da apresentação conjunta do pedido, suspenso o feito pelo prazo de 180 dias, conforme requerido”, http://www4.tjrj.jus.br/consultaProcessoWebV2/consultaProc.do?v=2&FLAGNOME=&back=1&tipoC_onsulta=publica&numProcesso=2013.001.366896-0 (Consultado em 15.02.2016).

55. No que diz respeito à introdução de regra de proteção à dispersão acionária, por meio da qual se tornaria obrigatória a realização de oferta pública de aquisição de ações quando atingida determinada participação no capital, com pagamento de prêmio, a Defesa menciona que, segundo apontado no parecer de Marcelo Trindade (fls. 680-699), mais da metade das companhias abertas brasileiras com ações negociadas no Novo Mercado possuem em seus estatutos cláusulas que preveem a realização de OPA caso determinado percentual de ações seja alcançado, como no caso da GPC.

56. Acrescenta que, em 2009, a CVM editou o Parecer de Orientação nº 36 que aduziu serem abusivas as disposições acessórias que obrigavam a realização de OPA pelos acionistas que votassem na alteração ou exclusão das cláusulas de proteção à dispersão acionária, também conhecidas como cláusulas pétreas. A esse respeito, Marcelo Trindade esclarece que o “caráter venenoso das OPA brasileiras não estava, como nos Estados Unidos, na sua utilização para alterar repentinamente a estrutura da companhia assediada por uma oferta. Aqui, o caráter venenoso estava na virtual proibição de alterar as cláusulas estatutárias que tratavam a OPA”.

57. A Defesa lembra que, no memorando de entendimento que viria a se transformar no Parecer de Orientação CVM nº 36, de 2009, é dito que “acreditamos que um modelo que permita *poison pills*, mas não cláusulas pétreas, seja um regime equilibrado (...)”.

58. A Defesa argumenta que a doutrina distingue as hipóteses tratadas no §1º do artigo 115 da lei societária entre hipóteses de (i) proibição de voto, quando as deliberações são relativas “ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador” e, ainda, as “que puderem beneficiá-lo de modo particular”, e (ii) conflito, quando o acionista tiver interesse conflitante com o da Companhia.

59. Quanto à verificação de conflito de interesses, a Defesa alega que haveria que se provar que, diante do conflito, o voto proferido pelo acionista foi exercido visando ao seu próprio benefício, causando danos à Companhia e a outros acionistas, e que a esse respeito a Acusação teria sido falha, uma vez que teria se limitado a afirmar que “as defesas são ilegais” e que “infringem o princípio da prevalência do interesse social”, sem contudo, considerar as circunstâncias fáticas do caso.

60. A respeito da natureza da proibição de voto em conflito de interesse, a defesa ressalta que a CVM já se posicionou algumas vezes, e que, em casos de julgamento como o do PAS RJ2001/4977⁴⁶⁴, e, mais recentemente, o do PAS RJ2009/12179⁴⁶⁵, poder-se-ia

464 PAS/RJ2001/4977, julgado em 19.12.2001 “A expressão conflito de interesses tem de ser examinada na sua acepção técnica. Primeiramente, deve ficar dito que o interesse em conflito há de ser extrassocial, não decorrente da situação de sócio do acionista. Este interesse extrassocial, estranho mesmo à relação social, é que deve se contrapor ao interesse social. A contraposição entre interesses de acionistas não autoriza a aplicação do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76. Mais ainda, esta contraposição, este conflito deve ser substancial, não formal, efetivo e inconciliável. Seria aquele conflito de interesse que não permitiria a convergência ou a conciliação, mas que, para o atendimento de interesse de uma das partes, necessariamente se exigiria o sacrifício a outra parte. Para se alcançar um interesse, ter-se-ia invariavelmente que prejudicar o outro. (...)”

465 PAS RJ2009/13179, julgado em 09.09.2010 “A proibição de voto referida no art. 115, §1º, exceto em casos em que a situação de conflito entre interesse pessoal do acionista e o da sociedade foi totalmente descrita (deliberações relativas

extrair o entendimento de que o conflito de interesses não seria formal, mas material, e que tal proibição não impediria o voto do acionista, mas o tornaria passível de anulação em casos em que fosse proferido de encontro aos interesses da Companhia.

61. Quanto à acusação de que os acionistas teriam agido com abuso de poder ao inserir no estatuto dispositivo de proteção à dispersão acionária em benefício exclusivamente particular, a defesa argui que, da conduta deve resultar prejuízos concretos e atuais para sociedade, para seus acionistas ou terceiros, e que a aprovação das modificações no estatuto social teriam por objeto o melhor interesse da Companhia, de modo que se tornaria evidente a inexistência de conflito de interesse da manifestação e voto dos acionistas. E, que, tampouco teriam votado com abuso de poder, pois que não teria sido verificado dano à GPC, ou a seus acionistas.

62. No que se refere à acusação de que os administradores teriam privilegiado os interesses dos Acionistas Vinculados, e que, no caso de Luiz Fernando Cirne Lima, teria agido com desvio de poder, a defesa sustenta que, assim como a votação e aprovação das alterações não teriam representado conflito de interesses, a convocação para assembleia geral não teria o condão de fazer emergir tal conflito.

63. Reiteram que as alterações no estatuto teriam o propósito de garantir que a condução da recuperação judicial fosse realizada de maneira mais eficiente para a GPC e seus acionistas. Nessa linha, a administração propôs que se modificasse o mecanismo de formação da mesa das AGs. Note-se que, via de regra, o presidente da mesa será sempre o presidente do Conselho de Administração da GPC, nos exatos termos da redação em vigor antes da AGE.

64. A esse respeito não há qualquer limitação imposta pela lei; ela estabelece, em seu art. 128, que “os trabalhos da assembleia serão dirigidos por mesa composta, salvo disposição diversa do estatuto, de presidente e secretário, escolhidos pelos acionistas presentes”.

65. Quanto à redução do número de membros do Conselho de Administração, o que se pretendeu foi estabelecer novo limite que seria capaz de refletir mais adequadamente a composição relativamente concentrada do capital da Companhia, conferindo mais agilidade às deliberações.

66. A dilatação do prazo de mandato dos membros do Conselho de Administração não violaria preceito legal e teria por objetivo permitir estabilidade e continuidade para a atual administração para conduzir os assuntos durante a recuperação judicial.

67. No tocante à nomeação do Presidente do Conselho de Administração da GPC, não haveria violação legal em estabelecer ser o presidente do Conselho de Administração

ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador) não tem o condão de impedir o voto do acionista a priori, mas indica que o voto contrário ao interesse social é passível de anulação, considerando o prazo prescricional de dois anos d art. 286. (...) Me manifesto no sentido de que o conflito de interesses de que trata o art. 115 da lei societária, via de regra, deve ser apreciado ex-post, ou seja, o voto pode ser dado e a análise de sua validade é realizada posteriormente, devendo o acionista sempre votar no interesse da companhia (...).”

da Companhia o membro que fosse acionista há mais tempo. Quanto ao critério de antiguidade, não se trata de atributo da ação, mas de mera condição do acionista. Ademais, a administração teria pretendido garantir que o responsável pela condução das assembleias fosse dotado de maior conhecimento a respeito da Companhia.

68. A Acusação tenta identificar vício na alteração da forma de nomeação do Diretor Presidente da GPC. Os dispositivos da Lei das SA aplicáveis estabelecem que os diretores devem ser eleitos pelo Conselho de Administração; nesse sentido, as alterações aprovadas na AGE não retiram da competência do Conselho de Administração o poder de eleger os diretores; o que se buscou com a mudança foi dar apenas maior representação ao Presidente do Conselho de Administração, na qualidade de mandatário do conselho, para escolher o Diretor-Presidente e um dos Diretores Vice-Presidentes Corporativos.

69. No que se refere à acusação contra Emílio Salgado Filho, na qualidade de DRI, de ter infringido os dispositivos do art. 24, §3º, X, e art. 30, VIII, da Instrução CVM 480, de 2009; e art. 8º, V da Instrução 481, de 2009, a Defesa aduz, essencialmente, que:

- a) Por todo o anteriormente exposto, não haveria que pretender que Emílio, ou qualquer outro acionista, tivesse interesse especial na aprovação das matérias submetidas à AGE, de modo que não haveria descrição a ser fornecida;
- b) Quanto ao aditamento ao acordo de acionistas da Companhia, reconhece que deixou de ser tempestivamente fornecido ao mercado por erro material; da mesma forma, por erro material, o item 15.5 das versões 3.0 e 4.0 do Formulário de Referência não contemplava tal alteração. No entanto, a rescisão unilateral de Sergio Peixoto de Castro Palhares encontra-se refletiva nos itens 15.1 e 15.2 desde sua versão 3.0, submetida à CVM em 11.7.2013. A defesa reitera que tal omissão não teria afetado a efetividade do controle ou gerado prejuízos ao mercado.

70. Finalmente, a Defesa argui que a acusação não teria demonstrado a existência de prejuízo decorrente da conduta de qualquer um dos acusados, e não existiria qualquer caracterização de dano à Companhia, aos demais acionistas, ou ao mercado. Por conseguinte, na ausência de tais elementos, não poderia a CVM aplicar penalidade em processo disciplinar. Nesse sentido, requer que sejam acolhidos seus argumentos, e que os acusados sejam absolvidos das acusações formuladas.

VIII. Da Entrega de Memoriais

71. Em 20.05.2016, a S.I.L., na qualidade de parte interessada, apresentou memorial no qual reforça seu entendimento a respeito da ilegalidade das alterações estatutárias ocorridas na AGE de 10.10.2013, já mencionado neste relatório, bem como traz aos autos Parecer do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro (“MP”), emitido no bojo da ação anulatória em curso na 7ª Vara Empresarial do Estado do Rio de Janeiro (fls. 739 a 752).

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 12 de julho de 2016.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor-Relator

Voto do Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes

1. Cuida-se de processo administrativo sancionador instaurado para apurar a responsabilidade de administradores e acionistas da GPC Participações S.A. (“GPC” ou “Companhia”), por deliberar a reforma do estatuto social em suposta situação de conflito de interesses com a Companhia, em infração aos artigos 115, §1º; 154, §1º; e 156 da Lei nº 6.404/76, por não divulgar informação relativa à alteração do acordo de acionistas arquivado na Companhia, em infração aos artigos 24, §3º, X, e 30, VIII, da Instrução CVM nº 480/09, bem como por divulgar a proposta da administração à assembleia geral sem a descrição detalhada de interesse próprio na matéria, em infração ao art. 8º, V, da Instrução CVM nº 481/09.

2. Como se viu no relatório anexo a este voto, a GPC teve seu pedido de recuperação judicial deferido pela 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro em 15.05.2013, momento a partir do qual as sociedades S.I.L., E.M.E.P.T. e G.B.I.C.G.R. (doravante “Investidoras”) passaram a adquirir em bolsa ou privadamente grandes lotes de ações emitidas pela Companhia.

3. Verificando o comportamento das ações ordinárias no período compreendido entre janeiro e 15 de abril de 2013, dia em que foi publicado o Fato Relevante noticiando o pedido de recuperação judicial, constato que a cotação se situava no intervalo de R\$ 0,14 a R\$ 0,19 durante o mês de janeiro, e entra num processo de queda até atingir a mínima de R\$ 0,08 na data da referida publicação⁴⁶⁶.

4. Em poucos meses as Investidoras já possuíam 33,03% das ações ordinárias da GPC. Os acionistas vinculados por acordo de voto (“Acionistas Vinculados”) arquivado na Companhia detinham 37,65% das ações, percentual suficiente para que eles conduzissem os negócios e preponderassem nas deliberações assembleares desde 1997.

5. Muito embora as Investidoras tenham declarado formalmente não possuírem intenção de alterar a estrutura administrativa ou o mesmo controle da GPC, os administradores da Companhia afirmaram que, receosos dos objetivos pretendidos pelas Investidoras, decidiram propor a reforma do estatuto social, de modo a proteger os interesses dos acionistas minoritários.

6. Com efeito, o conselho de administração da GPC deliberou em 24.09.2013 convocar a AGE, realizada em 10.10.2013, que foi precedida da reunião prévia dos Acionistas Vinculados, quando então foram aprovadas as indigitadas alterações no estatuto social, com voto decisivo dos Acusados.

7. A primeira das alterações questionadas refere-se à inserção de cláusula estatutária obrigando qualquer pessoa ou grupo de pessoas que adquira ou se torne titular de ações representativas de 40% do capital social da GPC a realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações emitidas, alteração denominada pela Acusação de Defesa via OPA.

8. Outro conjunto de alterações estatutárias objeto de questionamentos tratava especificamente da estrutura e funcionamento do conselho de administração da GPC, denominado pela Acusação de Defesa via Conselho. Tais resoluções atribuíram o status de presidente do conselho de administração ao membro eleito que fosse o acionista mais antigo e concentrou nele ou em pessoas por ele indicadas algumas prerrogativas antes descentralizadas entre os administradores.

9. Diante destes fatos incontroversos, a Acusação sustenta que os únicos favorecidos pelas mudanças foram os Acionistas Vinculados, que efetivamente sentiram-se ameaçados pela atuação das Investidoras, isto porque, fundamenta a Acusação, essas medidas estatutárias buscavam apenas reforçar a predominância deles na condução dos negócios da GPC.

10. Por estas razões, a Acusação conclui que as alterações estatutárias promovidas não tinham por objetivo principal o interesse social da GPC, mas o interesse particular dos Acionistas Vinculados, razão pela qual eles não poderiam ter deliberado a matéria, dada a vedação prevista no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76.

11. A Acusação também sustenta que devem ser responsabilizados os administradores que participaram do processo decisório relacionado à aprovação da matéria, pois aqueles pertencentes ao grupo dos Acionistas Vinculados teriam incorrido em conflito de interesses, na forma do art. 156 da Lei nº 6.404/76, e o administrador não ligado ao grupo de controle teria privilegiado os interesses deste conjunto de acionistas em detrimento dos interesses dos demais acionistas, em afronta ao seu dever fiduciário estabelecido no art. 154, §1º, da Lei 6.404/76.

12. Por fim, a Acusação propôs a responsabilização do Diretor de Relações com Investidores – DRI por não reapresentar o Formulário de Referência com o aditamento do acordo de acionistas e não enviá-lo eletronicamente à CVM, em infração ao art. 24, 3º, X, e art. 30, VIII, da Instrução CVM nº 480/09, bem como por divulgar a proposta da administração à AGE sem a descrição de seus interesses e dos demais administradores, em infração ao art. 8º, V, da Instrução CVM nº 481/09.

13. Vê-se, assim, que a principal controvérsia abordada neste processo sancionador refere-se à disputa de poder entre, de um lado, os Acionistas Vinculados, que, embora

não detenham a maioria do capital votante, suas vontades continuam prevalecendo na determinação da condução dos negócios da GPC desde 1997, e, de outro, as Investidoras, acionistas minoritários que aspiram maior participação nas decisões sociais.

14. Antes de tratar as questões envolvendo tal disputa, impõe-se relembrar que o processo administrativo sancionador da CVM destina-se a apurar possíveis atos irregulares praticados no âmbito do mercado de valores mobiliários, conforme estabelecido no art. 9º da Lei nº 6.385/76, e a aplicar aos autores das infrações as penalidades previstas no art. 11 da mesma Lei.

15. Como se vê na dicção legal, o processo sancionador não se presta para firmar posição jurídica a respeito de determinada matéria dita controvertida. O resultado de um julgamento procedido pelo Colegiado nada mais é do que a constatação de que determinada conduta irregular ocorreu ou não no caso concreto objeto de apreciação.

16. Em outras palavras, não posso pretender valer-me deste procedimento para firmar entendimento sobre a legalidade dos diversos mecanismos estatutários que tratam sobre dispersão acionária nos estatutos sociais das companhias abertas, de forma abstrata. A licitude das medidas de proteção à dispersão acionária deve ser analisada caso a caso, para então se aferir se a intenção de incluir esta medida no estatuto foi com o objetivo de defender a companhia de uma eventual tomada de poder desvantajosa para os acionistas ou servir como instrumento ilícito de manutenção do poder de acionistas e administradores⁴⁶⁷.

17. É importante destacar que o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, no seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (5ª edição, de 2015), descreve como fundamento para a adoção das *poison pills* “prevenir a tomada de controle de uma companhia aberta em função de uma oscilação momentânea no preço das ações, o que pode colocar em risco projetos de longo prazo da companhia e resultar em expropriação de valor de sócios vigentes. Quando adotados, tais mecanismos têm por finalidade possibilitar que os administradores da sociedade negociem melhores termos e condições e busquem ofertas alternativas para a companhia, em benefício de todos os acionistas”.

18. A CVM já se manifestou sobre o tema, de forma abstrata, ao apreciar memorando elaborado pelos Diretores Marcos Barbosa Pinto e Otávio Yazbek, em 14.04.2008, quando se entendeu que as chamadas cláusulas de proteção à dispersão acionária, se bem definidas, criam um cenário mais favorável para os acionistas na hipótese de uma aquisição hostil de controle.

19. Tal documento serviu de base para a edição do Parecer de Orientação CVM nº 36/09, o qual considerou a regra que obriga o acionista que vote pela alteração ou exclusão da OPA estatutária a realizar ele próprio igual oferta (denominada cláusula

467 “As *Poison Pills* Estatutárias na Prática Brasileira: Alguns Aspectos de sua Legalidade”, de Modesto Carvalhosa, publicado no livro “Direito Societário: Desafios atuais”. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 20 e 21.

pétrea⁴⁶⁸) incompatível com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos nos artigos 115, 121, 122, I e 129 da Lei nº 6.404/76.

20. Por esse motivo, a CVM deliberou que não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista no estatuto.

21. A CVM também já se manifestou pela validade de cláusula estatutária que disciplinava nova hipótese de oferta pública de aquisição obrigatória diversa das previstas na Lei das S/A, bem como pela incidência da oferta no caso concreto, ao julgar recurso interposto por Mittal Steel contra decisão das áreas técnicas, no Processo Administrativo CVM nº RJ2006/6209, em 25.09.2006.

22. Assim, diante dos fatos aqui comprovados e nos limites em que foi formulada a Acusação, cabe-me verificar unicamente se os Acusados infringiram a legislação societária e as instruções expedidas por esta CVM, pois há fundadas suspeitas de que eles atuaram em situação de conflito de interesses.

23. Para tanto, abordarei neste voto as questões suscitadas em duas partes: a primeira examinará o conflito de interesses dos Acionistas Vinculados e dos administradores na aprovação da Defesa via OPA e da Defesa via Conselho, e a segunda verificará a atuação do Diretor de Relações com Investidores no tocante à divulgação de informações da GPC.

I – Do Conflito de Interesses de Acionistas e Administradores na Aprovação da Reforma do Estatuto Social da GPC

24. Destaco, preliminarmente, que o art. 121 da Lei nº 6.404/76⁴⁶⁹ confere aos acionistas reunidos em assembleia geral poderes amplos para decidirem sobre todos os negócios relativos ao objeto social da companhia, bem como para tomar decisões que julgarem convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

25. O artigo 122, I, da Lei nº 6.404/76⁴⁷⁰, por sua vez, estabelece competência privativa à assembleia geral para alterar o estatuto social, que “(...) conterà as normas pelas quais se regerá a companhia”, consoante as disposições do art. 83 da citada Lei.

26. Entretanto, o poder concedido aos acionistas para decidir a respeito dos negócios sociais encontra limites na própria lei das S/A. O art. 286 prevê três hipóteses de vícios que podem acarretar a anulabilidade das deliberações tomadas na assembleia geral ou

⁴⁶⁸ Como definido no próprio memorando, exemplo de redação referente a cláusula pétrea estatutária é o seguinte: “a alteração que limite o direito dos acionistas à realização da oferta pública prevista neste artigo ou a exclusão deste artigo obrigará os acionistas que tiverem votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a realizar a oferta pública prevista neste artigo”.

⁴⁶⁹ Art. 121. “A Assembleia Geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”.

⁴⁷⁰ 5Art. 122. “Compete privativamente à Assembleia Geral: I - reformar o estatuto social”.

especial: a irregularmente convocada ou instalada, violadora da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação.

27. As decisões tomadas em assembleia, ademais, não poderão privar os acionistas de seus direitos essenciais estabelecidos no art. 109 da Lei nº 6.404/76, e a manifestação de vontade do acionista deve seguir as prescrições relacionadas ao exercício do direito de voto, conforme estabelecido no art. 115, §1º, da referida Lei, a seguir reproduzido:

Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

28. Como se extrai da leitura do *caput* deste artigo, o voto proferido na assembleia geral deve ser sempre no interesse da companhia, por ser a regra geral estabelecida pelo legislador, e o exame do exercício do direito de voto passa necessariamente por esta obrigação⁴⁷¹.

29. O § 1º do art. 115, por seu turno, prevê hipóteses que vão além da obrigação de perseguir o interesse da companhia, pois impede o acionista de exercer seu direito de voto quando a matéria deliberada tratar de um interesse individual não comum aos demais acionistas.

30. Não há controvérsia a respeito de a vedação de voto incidir sobre o conflito potencial de interesses nas deliberações relativas (i) ao laudo de avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social, (ii) à aprovação de suas contas como administrador, (iii) às quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular.

31. Tal conclusão, entretanto, não se aplica sobre a regra geral de conflito de interesses prevista na parte final do referido parágrafo § 1º. Por não ser capaz de prever todas as situações em que o conflito de interesses entre acionistas e a companhia estivesse presente, o legislador optou por estabelecer regra geral, verificável caso a caso. E por tal razão, boa parte da doutrina⁴⁷² entende que a hipótese de conflito descrita na parte final do §1º não impede o acionista de votar, cabendo verificar a existência do conflito após a sua manifestação.

471. Segundo Luiz Gastão Paes de Barros, “pode-se dizer que embora seja livre, o acionista está obrigado a perseguir o interesse social” (Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, p. 246, Ed. Saraiva, 1980).

472. Ver nota de rodapé do estudo “Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto”, de Paulo Cezar Aragão, publicado no livro “Direito Empresarial e outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro”, Ed. Quartier Latin, 2013, pg. 202.

32. Ainda que parte da doutrina entenda desta forma, os precedentes recentes da CVM são no sentido de afastar o acionista do conclave toda vez que o conflito de interesses for verificável *a priori, ex ante*, como ocorre, por exemplo, na deliberação que apreciar contrato firmado entre o acionista e a companhia.

33. A prevalência desse entendimento pode ser observada a partir dos votos proferidos no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009/13179, julgado em 09.09.2010, quando o Colegiado decidiu que o acionista controlador estava impedido de exercer o direito de voto na deliberação de contrato bilateral com a companhia controlada. Naquela oportunidade, a Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, em sua manifestação de voto, esclareceu o seguinte a respeito do tema⁴⁷³:

Na minha opinião, o art. 115, §1º, ao determinar que o acionista fica impedido de votar nas deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia, estabeleceu verdadeira hipótese de impedimento de voto, que pode ser controlada antes da deliberação, se houver evidência de que está em jogo algum interesse particular do acionista, que não é comum aos demais. O conflito se configura a partir da identificação desse interesse particular, independentemente de comprovação de prejuízo à companhia. No entanto, parece que este preceito legal deve ser aplicado com prudência, sob pena de se verificar, a pretexto de se coibir os conflitos de interesses, um excessivo cerceamento ao exercício do direito de voto pela mesa diretora dos trabalhos da assembleia. Acredito que só se deva impedir o acionista de exercer o voto com base nesse fundamento, quando, no caso concreto, verificar-se, de maneira evidente, o interesse particular em jogo na deliberação.

34. Como bem apontado no referido voto, o impedimento de voto decorre de o conflito transparecer da estrutura da relação jurídica existente entre o acionista e a companhia ou do próprio negócio sobre o qual se vai deliberar.

35. Nos casos em que o conflito não restar tão facilmente identificável, prossegue o voto da Diretora Maria Helena, a mesa não deve impedir o acionista de votar, contudo, a proibição de voto continua a valer, pois “o principal destinatário da norma é o próprio acionista, que deve, portanto, verificar se está impedido ou não de votar. Da mesma forma, caso o conflito só seja detectado após a realização da deliberação, nada impede que o voto do acionista seja impugnado”.

36. Compete, assim, aos acionistas reunidos em assembleia definir, por meio do exercício regular do direito de voto, os rumos da companhia que melhor atendam ao interesse social. Desta forma, a inserção de regras no estatuto social é deixada ao juízo de conveniência dos acionistas, desde que observado o arcabouço jurídico já mencionado.

⁴⁷³ Neste mesmo sentido, reporto-me ao voto proferido pelo Diretor Marcelo Trindade no julgamento do PAS RJ2001/4977, de 19.12.2001: “O conflito de interesses, na verdade, se estabelece na medida em que o acionista não apenas tem interesse direto no negócio da companhia, mas também interesse próprio no negócio que independe de sua condição de acionista por figurar na contraparte do negócio. Não precisa o conflito ser divergente ou oposto ou que haja vantagem para um e prejuízo para o outro. A lei emprega a palavra conflito em sentido lato abrangendo qualquer situação em que o acionista estiver negociando com a sociedade”.

I.I - Da Defesa via OPA

37. As principais características da Defesa via OPA aprovada na AGE, de 10.10.2013, estão a seguir resumidas:

- a) qualquer pessoa ou grupo de pessoas que adquira ou se torne titular de ações representativas de 40% do capital social da GPC está obrigada a realizar uma OPA para a aquisição da totalidade das ações emitidas pela Companhia;
- b) o preço por ação a ser ofertado deverá ser o maior entre (i) o valor econômico, apurado por empresa especializada escolhida em assembleia geral, acrescido de prêmio de 25%; (ii) 125% do preço de emissão em aumentos de capital ou distribuições públicas nos 24 meses precedentes, atualizados pelo IGP-M; (iii) 125% do valor do patrimônio líquido a preços de mercado na data em que a oferta se tornar obrigatória; (iv) 125% da cotação unitária média nos 15 pregões precedentes; e (v) R\$1,00, corrigido pelo IPCA desde a data em que a oferta tornou-se obrigatória;
- c) sujeitam-se à incidência dessa regra os aumentos de participação, direta ou indireta, incluindo, mas não se limitando a, (i) subscrição de ações em aumentos de capital e (ii) constituição de quaisquer direitos sobre as ações;
- d) serão excepcionadas da obrigação de realizar oferta apenas hipóteses de (i) sucessão legal; (ii) incorporação de ações ou de companhias; e (iii) alienação de controle, a qual será regida pelo art. 254-A da Lei 6.404/76;
- e) o acionista responsável deverá solicitar o registro da oferta pública de aquisição em até 30 dias do evento que a ensejou, sob pena de suspensão de seus direitos, sem prejuízo de eventual reparação de perdas e danos causados aos demais acionistas e
- f) sem prejuízo da realização da oferta pública, o acionista que atingir participação superior a 40% deverá indenizar os acionistas de quem tenha adquirido ações nos 12 meses precedentes pelo montante correspondente à diferença entre o preço da oferta e o preço que lhes tenha pago, atualizado pelo IGP-M.

38. Com a inserção dessas regras no estatuto social da GPC, a Acusação entende que o efeito mais nítido da Defesa via OPA foi simplesmente reforçar a predominância dos Acionistas Vinculados na condução dos negócios, não se configurando como medida adotada no interesse da Companhia.

39. Em resumo, a Acusação argui que a Defesa via OPA mostrou-se desproporcional e desarrazoada, conferindo privilégios aos Acionistas Vinculados e aos administradores em detrimento dos interesses da coletividade dos acionistas.

40. A Defesa, por sua vez, aduz que os Acusados propuseram alterações no estatuto social com vistas ao fortalecimento da GPC, de modo a permitir uma melhor condução das suas atividades durante o processo de recuperação judicial e a proteger os interesses dos minoritários por meio do estímulo à manutenção da dispersão acionária, garantido com isso que eventual tomada hostil de controle beneficiasse financeiramente a totalidade dos acionistas da Companhia.

41. Após analisar os fatos e circunstâncias envolvendo a questão, permito-me discordar da Acusação, pelas razões que passo a expor.

42. A Defesa cita que a inserção de regra no estatuto social estabelecendo a obrigatoriedade da realização de OPA pelo acionista adquirente de determinado percentual da participação acionária, a exemplo do que decidiu a GPC, é utilizada por mais da metade das companhias abertas com ações negociadas no Novo Mercado, segmento de listagem da BM&FBovespa que estabelece um padrão de transparência e governança diferenciado para as companhias abertas.

43. Sobre o tema, cabe mencionar que pesquisa realizada por Érica Gorga⁴⁷⁴, tendo por base a análise de 84 estatutos de companhias dos Níveis 1 e 2 e do Novo Mercado, apontou que 56% delas têm em seus estatutos medidas de defesa contra tomada de controle que consistem em “gatilhos” para disparar uma oferta pública de aquisição de ações.

44. Recentemente, a BM&FBovespa⁴⁷⁵ colocou em audiência pública proposta de alteração do regulamento do Novo Mercado estabelecendo como requisito de ingresso e permanência neste segmento a obrigatoriedade de as companhias listadas preverem, em seus estatutos sociais, que a aquisição voluntária de participação societária superior a 30% de seu capital social obrigue o adquirente a efetivar OPA tendo por objeto as ações de emissão da companhia de titularidade dos demais acionistas.

45. A inserção deste tipo de obrigação nos estatutos das companhias foi objeto de estudo que resultou no memorando elaborado pelos Diretores da CVM Marcos Barbosa Pinto e Otávio Yazbek, antes mencionado, quando examinaram as cláusulas estatutárias comumente utilizadas obrigando acionista a realizar uma OPA caso determinado percentual de participação acionária fosse adquirido.

46. Após apontarem benefícios, impactos e custos da adoção de tal medida, os Diretores entenderam que a adoção da OPA, sem a regra acessória que obriga o acionista que vote pela alteração ou exclusão da OPA estatutária a realizar ele próprio igual oferta, a denominada cláusula pétrea⁴⁷⁶, representa um regime equilibrado. Neste sentido,

474 Citada no artigo denominado “Poison Pill: Modismo ou Solução”, de Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, publicado no livro “Direito Societário: Desafios Atuais”. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pág. 175.

475 Tal documento foi colocado em audiência pública no dia 27.06.2016 e pode ser acessado por meio do link a seguir: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-delistagem/sobre-segmentos-de-listagem/evolucao-segmentos-especiais/>.

476 Como definido no próprio memorando, exemplo de redação referente a cláusula pétrea estatutária é o seguinte: “a alteração que limite o direito dos acionistas à realização da oferta pública prevista neste artigo ou a exclusão

destacaram que a oferta pública por aumento de participação sem a referida cláusula pética:

cria incentivos para que os potenciais adquirentes do controle procurem a administração para negociar o preço e demais condições do negócio, o que é benéfico para os acionistas. (...) esse regime protege o direito de escolha dos acionistas devido à capacidade da poison pill de filtrar ofertas coercitivas. (...) O regime atende ainda a preceitos básicos de justiça, pois promove o tratamento igualitário dos acionistas, exigindo que a aquisição de controle se dê por meio de uma oferta pública dirigida a todos.

47. De igual modo, a doutrina também criticou a existência desta obrigação acessória, que cria obstáculos para a remoção dos dispositivos relacionados à proteção da dispersão acionária, engessando a estrutura acionária e da administração, além de interferir na liberdade da manifestação de voto dos acionistas, característica esta destacada por Modesto Carvalhosa⁴⁷⁷:

São exemplos deste tipo aberrante as cláusulas estatutárias que punem aqueles acionistas que votarem em assembleia geral pela alteração ou exclusão, obrigando-os a realizar a OPA referente a todas as ações de emissão da companhia, sendo esta a própria oferta prevista na cláusula de poison pill. Percebe-se, neste caso, a extrema ilegalidade e imoralidade deste tipo de cláusula de poison pill, pois constrange o exercício do direito de voto do acionista, o qual deverá ser manifestado, sempre, de forma livre e em consonância com o interesse social.

48. A Carta Diretriz nº 2, intitulada “Mecanismos de Defesa à Tomada do Controle”⁴⁷⁸, elaborada pelo IBGC, resume o interesse dos acionistas das companhias abertas em adotar a oferta pública estatutária. Neste documento, estão relacionadas as percepções do mercado colhidas pelo IBGC sobre as razões pelas quais as companhias estariam adotando mecanismos de combate à tomada hostil de controle em seus estatutos sociais, as quais estão a seguir resumidas:

(i) necessidade de os acionistas prevenirem uma tomada de controle motivada por oscilação momentânea no preço das ações, que não esteja amparada pela perda de fundamentos pela companhia. Nesta hipótese, os projetos em longo prazo, que criam valor para os seus acionistas, estariam sob o risco de apropriação por terceiro adquirente ou de interrupção a favor de outros projetos, por vezes em curto prazo, o que levaria à expropriação de todos os acionistas; (ii) necessidade de os acionistas

deste artigo obrigará os acionistas que tiverem votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a realizar a oferta pública prevista neste artigo”.

477 Em estudo denominado “As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: Alguns Aspectos de sua Legalidade”, publicado no livro “Direito Societário: Desafios atuais”. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pág. 26.

478 Acessado em 23.03.2016.

mitigarem os riscos associados à pressão excessiva sobre a administração da companhia para evitarem a perda do controle. Neste caso, a gestão eficiente dos projetos e a existência de projetos de qualidade, que geram valor para os acionistas no longo prazo, seriam colocadas sob risco, a favor de projetos de qualidade inferior, destinados a evitar a piora nos indicadores, em curto prazo, da companhia e a tomada de controle por terceiros; (iii) necessidade de os acionistas assegurarem uma participação proporcional no eventual prêmio pago pelo controle da companhia nas aquisições de controle originárias ou nas quais seja difícil caracterizar a alienação de controle. Nesta hipótese, os acionistas buscariam estabelecer os parâmetros de prêmio e parcela controladora estatutariamente;

49. A toda evidência, não é difícil perceber, a partir do estudo antes mencionado, que o interesse dos acionistas em adotar uma OPA estatutária reside na exigência de que a aquisição de controle se dê obrigatoriamente por meio de uma oferta pública dirigida a todos os acionistas, assegurando-lhes uma participação proporcional no eventual prêmio pago pelo controle ao controlador, objetivando tratamento mais igualitário entre todos os acionistas, ao contrário do que ocorre quando tal alienação se dá mediante a compra de ações em bolsa, por meio de diversos negócios e a preços variados.

50. A Defesa argumenta que, cientes de que aparecera um grupo de acionistas que poderia tomar o controle da GPC por meio da aquisição de ações em bolsa, os administradores decidiram sugerir a adoção da Defesa via OPA, sem propor a inclusão da cláusula pétrea.

51. Das circunstâncias do caso concreto e da alegação dos Acusados, depreendo que o interesse principal dos acionistas da GPC em aprovar a OPA foi evitar eventual tomada hostil de controle pelas Investidoras, tentativa que naquele momento aparentava ser real.

52. No entanto, mesmo que não fosse possível evitar a transferência do controle pela forma hostil, a Defesa via OPA estabeleceu regra prevendo compensação financeira por meio da incidência de prêmio no valor a ser pago pelas ações aos acionistas, vez que as ações estavam cotadas em bolsa por valor abaixo da avaliação da Companhia⁴⁷⁹.

53. Outro benefício estabelecido pela Defesa via OPA, igualmente relevante, é o ressarcimento daquele acionista que vendeu suas ações em bolsa 12 meses antes da data de aquisição do controle, a ser calculado pela diferença entre o preço da OPA e o preço obtido por ele na venda, atualizado pelo IGP-M.

54. A Defesa indica que disposição semelhante existe no Regulamento do Novo Mercado⁴⁸⁰, segmento de listagem da BM&FBovespa que estabelece um padrão de transparência e governança diferenciado para as companhias abertas, conforme a seguir descrita:

479 Fls. 129 a 214.

480 Acessado em 02.03.2016.

8.2 - *Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a:*

(i) *efetivar a oferta pública referida no item 8.1; e*

(ii) *pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos.*

55. A Acusação sustenta que a Defesa via OPA impediria a capitalização de créditos na recuperação judicial, opção desejável àqueles que buscam reestruturar suas dívidas, pois sua adoção poderia disparar o mecanismo da oferta pública. Discordo do argumento, pois ainda que haja tal previsão, os acionistas podem alterar as condições estabelecidas na Defesa via OPA, ou mesmo eliminá-la, sem sofrer os efeitos danosos da cláusula pétrea, pois como se constata esta regra restritiva não foi inserida no estatuto da GPC.

56. Da mesma maneira, a não adoção da cláusula pétrea permite aquele que pretende adquirir o controle da GPC fazer uma oferta pública de aquisição voluntária condicionada à retirada das regras impositivas da Defesa via OPA, inclusive com a possibilidade de oferecer condições diversas desta regra estatutária, a depender da livre decisão dos acionistas.

57. Saliento que uma das principais críticas à adoção da Defesa via OPA relaciona-se ao fato de a dispersão acionária reduzir os incentivos que cada acionista tem para fiscalizar a gestão da companhia, podendo com isso gerar perdas de investimento em virtude da ineficiência da administração⁴⁸¹, aspecto abordado pela Acusação.

58. Porém, em relação à GPC, constato que as Investidoras elegeram na AGE⁴⁸² de 27.11.2015 dois membros para o conselho de administração e um membro para o conselho fiscal, após solicitarem a instalação deste último, a demonstrar que os mecanismos de proteção à tomada hostil de controle não reduziram os interesses dos

481 O custo de agência foi considerado o principal custo da adoção das cláusulas de dispersão acionária pelas companhias brasileiras, segundo o Memorando da CVM. Neste sentido foi mencionado que “Como se sabe, o mercado de transferência de controle é um dos principais mecanismos para controlar custos de agência em companhias que não tem controlador. Ao dificultar as aquisições hostis de controle, as posion pills exacerbam esses custos. Para a nossa análise, os custos de agência mais importantes são as perdas sofridas em virtude da ineficiência ou oportunismo da administração. Nas companhias sem controlador, essas perdas podem se tornar um problema significativo, pois a dispersão acionária reduz os incentivos de cada acionista para monitorar a gestão da companhia”.

482 <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/companhias/consultas/companhias.html>

minoritários de participar ativamente da gestão dos negócios da Companhia.

59. Por tais razões, não posso concordar com a opinião da Acusação de que a Defesa via OPA mostrou-se desproporcional e desarrazoada, e a razão da sua adoção visou favorecer exclusivamente os Acionistas Vinculados, pois creio que restou demonstrado que ela atendeu, indistintamente, aos interesses de todos os acionistas, em linha com as vantagens reconhecidas pela CVM no estudo que precedeu à elaboração do Parecer de Orientação nº 36/09, e pelos investidores (acionistas) que se expressaram quando da consulta formulada pelo IBGC para elaborar a Carta Diretriz, especialmente o direito de tratamento igualitário quando da alienação do controle.

60. Ainda no tocante a Defesa via OPA, merece destaque o fato de o gatilho favorecer a todos os acionistas da GPC, uma vez que nenhum acionista, individualmente ou em grupo vinculado por acordo de voto, possui participação acionária superior a 40% do capital votante.

61. Portanto, embora a Acusação argumente que pessoa próxima dos Acionistas Vinculados também detém ações da GPC, o que poderia, na hipótese de sua adesão ao grupo, elevar a participação deles para 39,89% das ações emitidas, mesmo que tal hipótese se concretizasse, é forçoso reconhecer que os Acionistas Vinculados continuariam sujeitos à obrigação de realizar a oferta caso ultrapassem a participação definida pela Defesa via OPA.

62. A Acusação afirma ainda que o gatilho de 40% definido pela Defesa via OPA separou os acionistas em dois grupos bastante distintos: de um lado, os Acionistas Vinculados que ficaram insulados contra a eventual formação de um grupo com participação acionária superior a deles, predominando na condução dos negócios da GPC; e, de outro, os demais acionistas que ficaram privados da possibilidade de venderem suas ações a quem se dispusesse a assumir o controle da Companhia.

63. Tais argumentos não devem prosperar. Primeiro, porque a divisão entre Acionistas Vinculados de um lado, e, de outro, os minoritários, não decorre do surgimento da Defesa via OPA, não é fato novo na estrutura societária da GPC, tal separação prevalece desde o ano de 1997, quando os Acionistas Vinculados passaram a eleger os administradores e a conduzir os negócios da Companhia por meio de acordo de votos.

64. Segundo, qual seria o sentido de se estabelecer a obrigatoriedade de um acionista adquirir a totalidade das ações se porventura o aumento de sua participação não representasse uma ameaça à aquisição do controle da companhia? Em outros termos, faria sentido exigir de um acionista a realização de OPA para adquirir a totalidade das ações ao atingir participação abaixo daquela suficiente para adquirir o controle⁴⁸³?

483 Neste sentido, cabe mencionar o estudo sobre a “Análise Prática e considerações sobre a Realidade e a Aplicação das Medidas de Proteção à Tomada Hostil de Controle nos Estatutos Sociais das Companhias Abertas Brasileiras”, de Francisco Antunes Maciel Müssnich e Vitor de Brito Lobão Melo, em “Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações”, Editora Saraiva, 2013, pg. 259 e 260: “Outro disparate das redações normalmente utilizadas nos estatutos sociais é o fato de se estabelecer como gatilho para a OPA uma determinada (e baixa) porcentagem de participação previamente fixada de forma rigorosamente cabalística, e não a aquisição do controle propriamente dita”.

65. Como o objetivo da medida era proteger a GPC de uma tomada hostil de controle, e o controle minoritário é exercido pelos Acionistas Vinculados, detentores de 37,65%, parece-me justificável a adoção do gatilho da OPA em 40%, percentual este superior àquele, condição esta que caracterizaria a intenção de se adquirir o controle.

66. Divirjo, ainda, da afirmação da Acusação de que a Defesa via OPA privou os acionistas da possibilidade de venderem suas ações a quem estivesse disposto a tomar de forma hostil o controle da GPC e, consequentemente, o pretendo adquirente de comprá-las, pois a adoção desta Defesa não dispôs sobre o direito dos acionistas negociarem livremente suas ações, e certamente nem poderia. Em vez disso, dispôs sobre um ônus a ser suportado por quem adquire o controle naquelas condições, consubstanciando na necessidade de estender a oferta à totalidade dos acionistas.

67. O ônus imposto pela Defesa via OPA tem por finalidade maximizar o valor da GPC, obrigando o pretendente a formular oferta mais próxima do valor dos ativos da Companhia do que do seu valor de mercado em bolsa que, como se viu, estava deprimido em função das incertezas decorrentes da recuperação judicial.

68. No que se refere ao preço por ação a ser ofertado por meio da Defesa via OPA, cabe destacar que as hipóteses de prêmio ali previstas não diferem de maneira significativa das condições estabelecidas nas cláusulas desta natureza adotadas por dezenas de companhias listadas no Novo Mercado. Além disso, e como já dito, os acionistas da GPC podem alterar tais condições, a qualquer tempo, sem o constrangimento econômico imposto pela cláusula pétrea, uma vez que esta resolução não foi inserida no estatuto social da GPC.

69. Cabe, por fim, examinar o argumento da Acusação de que o interesse dos Acionistas Vinculados em aprovar a Defesa Via OPA teria por especial fim garantir o predomínio deles na condução dos negócios da GPC.

70. Como sustenta a Defesa, em companhias de controle minoritário, as decisões tomadas em assembleia sempre estarão sujeitas à formação das maiorias eventuais, não se podendo garantir aprioristicamente o predomínio dos Acionistas Vinculados nas decisões sociais.

71. A bem da verdade, reconheço que a inserção da OPA estatutária garante maior estabilidade ao controle minoritário, representando assim uma vantagem para quem o detém. Porém, no presente caso, trata-se de uma vantagem indireta, pois ela decorre de uma deliberação da assembleia que beneficia diretamente e indistintamente a coletividade dos acionistas da GPC, razão pela qual não me parece que a sua adoção seja suficiente para impedir o exercício de voto dos Acionistas Vinculados na AGE de 10.10.2013. A prevalecer o impedimento neste caso haveria, no meu sentir, excessivo cerceamento ao direito de voto sob o pretexto de se coibir eventual conflito de interesses.

72. Em linha com este entendimento, reporto-me ao voto do Diretor Marcelo Trindade, proferido no Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/6785, julgado em 25.09.2006,

oportunidade em que asseverou: “as razões que motivam o voto do acionista são múltiplas, e se relacionam aos mais diversos fatores. A vantagem indireta que um acionista obtenha de uma certa deliberação não deve impedi-lo de votar”.

73. Na mesma linha, trago novamente à colação a manifestação de voto da Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana sobre o tema: “este preceito legal deve ser aplicado com prudência, sob pena de se verificar, a pretexto de se coibir os conflitos de interesses, um excessivo cerceamento ao exercício do direito de voto pela mesa diretora dos trabalhos da assembleia. Acredito que só se deva impedir o acionista de exercer o voto com base nesse fundamento, quando, no caso concreto, verificar-se, de maneira evidente, o interesse particular em jogo na deliberação”.

74. Os excertos destes votos mostram que o exame de impedimento de voto de um acionista deve ser feito *cum grano salis*, de forma a preservar ao máximo a higidez das decisões adotadas pelos acionistas nas assembleias.

75. A prevalecer o entendimento da Acusação a respeito do alcance da vedação ao exercício de voto previsto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76, as assembleias gerais poderiam tornar-se palco de desconfianças múltiplas sobre as vantagens indiretas a serem percebidas pelos acionistas, o que geraria, a meu ver, diversos e infundados pedidos de declaração de impedimento de voto quando da sua realização.

76. Por tudo isso, entendo que a Acusação não logrou comprovar que os Acionistas Vinculados ao aprovarem a Defesa via OPA, na AGE realizada em 10.10.2013, violaram o art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76, nem que os membros do conselho de administração Paulo César Peixoto de Castro Palhares, Emílio Salgado Filho e Luiz Fernando Cirne de Lima, ao participarem da deliberação do conselho de administração que propôs a reforma do estatuto com a introdução da Defesa via OPA, violaram os artigos 154, § 1º e 156 da Lei nº 6.404/76.

II– Da Defesa via Conselho

77. As principais regras da Defesa via Conselho aprovadas pelos acionistas da GPC, na AGE de 10.10.2013, estão a seguir resumidas:

- a) Na falta, ausência ou impedimento do presidente do conselho de administração, será eleito como presidente da Assembleia o acionista mais antigo presente ao conclave, ou seu representante legal. Antes, a substituição dava-se pelo vice-presidente, ou na ausência deste, pelos demais conselheiros, ou caso da ausência destes, pelo diretor de relações com investidores;
- b) O conselho de administração será composto por até 5 (cinco) membros, acionistas ou não, eleitos e destituíveis pela assembleia, com mandato de 3 (três) anos. A presidência do conselho caberá ao membro que for acionista há mais tempo ou, não havendo acionista eleito para o cargo, a assembleia determinará o presidente, que escolherá o vice-presidente. Antes, o

número máximo de conselheiros era 6 (seis), o mandato era de 1 (um) ano e o vice-presidente era eleito na assembleia;

- c) O prazo dos mandatos passará de 1 para 3 anos;
- d) O presidente do conselho de administração escolherá diretamente o diretor presidente e um dos dois diretores vice-presidentes. Antes, os 6 membros da diretoria eram indicados pelo conselho de modo colegiado;
- e) Procurações só poderão ser outorgadas por dois diretores, sendo um deles o diretor presidente ou, na sua ausência, um diretor vice-presidente. Antes, Procurações em nome da Companhia podiam ser outorgadas por dois diretores, sendo um deles ou o diretor presidente ou um diretor vice-presidente; e
- f) A Companhia poderá ser representada unicamente pelo diretor presidente, por um diretor vice-presidente ou um único procurador.

78. Segundo a Acusação, a Defesa via Conselho contêm os mesmos vícios que a Defesa via OPA no que tange a sua motivação, seus efeitos e sua aprovação, tanto no âmbito da administração quanto na AGE.

79. Neste sentido, sustenta que a Defesa via Conselho viola especificamente (i) o art. 109, §1º, da Lei das S/A⁴⁸⁴, pois cria direitos distintos entre ações da mesma classe em função do período que cada acionista decide manter suas ações, e (ii) o art. 138, §1º, da Lei nº 6.404/76⁴⁸⁵, haja vista que desnatura o conselho de administração como órgão de natureza colegiada ao concentrar em seu presidente prerrogativas que vão além da organização dos trabalhos do órgão.

80. Diante de tais constatações, a Acusação conclui que as alterações privilegiaram os Acionistas Vinculados, que são os acionistas mais antigos da GPC, razão pela qual a aprovação dessas medidas se deu no interesse exclusivo deles, em infração ao art. 115, §1º, c/c o art. 109, §1º, e 138, §1º, todos da Lei das S/A.

81. Os membros do conselho de administração Paulo César Peixoto de Castro Palhares e Emílio Salgado Filho que também são detentores da condição de acionistas mais antigos da GPC não poderiam, segundo a Acusação, ter deliberado a Defesa via Conselho, por configurar situação de conflito de interesses prevista no art. 156 c/c o art. 109, §1º, e 138, §1º da Lei 6.404/76.

82. A Acusação também conclui que o conselheiro Luiz Fernando Cirne Lima cometeu abuso de poder por votar favoravelmente pela Defesa via Conselho no interesse exclusivo dos Acionistas Vinculados, acionistas estes que o elegeram para o cargo de

⁴⁸⁴ Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...)§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

⁴⁸⁵ Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. § 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.

administrador, conduta que afronta o art. 154, §1º, c/c o art. 109, §1º, e 138, §1º, todos da Lei nº 6.404/76⁴⁸⁶.

83. A Defesa, por sua vez, alega que as referidas alterações tinham por objetivo precípuo o fortalecimento da administração da GPC, conferindo-lhe maior estabilidade de modo a permitir a melhor condução das atividades da Companhia, especialmente no curso do processo de recuperação, não se podendo falar em conflito de interesses nem em decisão tomada no interesse exclusivo dos Acionistas Vinculados.

84. Ao analisar os fatos e argumentos de ambas as partes, bem como as regras apontadas como ilícitas pela Acusação, estou convencido de que a Defesa via Conselho não poderia ter sido deliberada na AGE de 10.10.2013 pelos Acionistas Vinculados, por envolver matéria que os beneficiava de modo particular, conforme vedação estabelecida no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76.

85. A principal característica do benefício particular que impede o exercício de voto pelo acionista é a particularidade dos efeitos da deliberação em relação a um acionista ou grupo de acionistas quando comparado com os demais. Nestes casos, há uma quebra da igualdade que deve existir entre acionistas, bastando para impedir o voto a existência desta vantagem singular que não seja atribuída a todos os acionistas de mesma classe⁴⁸⁷.

86. Definido os contornos do conceito de benefício particular, não é difícil perceber que a decisão de (i) a presidência do conselho de administração caber ao acionista mais antigo da GPC e (ii) na falta, ausência ou impedimento do presidente do conselho ser eleito como presidente da assembleia o acionista mais antigo presente no conclave, beneficia de modo singular os Acionistas Vinculados, vez que eles ostentam a condição de acionistas mais antigos da Companhia, qualidade que se depreende das provas acostadas aos autos.

87. As regras relacionadas à posse das ações encontram-se nos artigos 6º, parágrafo único, e 10 do estatuto social da GPC, a seguir reproduzidos (fls. 23):

Art. 6º - (...) Parágrafo Único – Na falta, ausência ou impedimento do Presidente do Conselho de Administração, será eleito como Presidente da Assembleia o acionista mais antigo presente à Assembleia (i.e. o acionista titular de ações da Companhia há mais tempo, de forma ininterrupta), ou seu representante, conforme o caso.

Art. 10 - O Conselho de Administração será composto por até 5 (cinco)

⁴⁸⁶ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

⁴⁸⁷ “Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses”, de Paulo Cezar Aragão. Em “Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro”. São Paulo, Quartier Latin, 2013.

membros, acionistas ou não, eleitos e destituíveis pela Assembleia Geral. A Presidência do Conselho de Administração caberá (i) ao membro do Conselho de administração que for acionista da Companhia há mais tempo (de forma ininterrupta) ou (ii) caso não sejam eleitos para o Conselho de Administração acionistas da Companhia, ao membro do Conselho de Administração designado como Presidente do Conselho de Administração pela Assembleia Geral.

88. Como se extrai da leitura destes dispositivos, cabe aos acionistas da GPC, reunidos em assembleia, escolherem cinco pessoas que preencham os requisitos de competência e idoneidade necessários para o exercício do cargo de conselheiro. Na hipótese de haver acionistas entre os membros escolhidos, o que for acionista há mais tempo será indicado presidente do conselho, em não havendo, a própria assembleia determinará entre os eleitos quem assumirá a presidência do órgão.

89. Com relação à assembleia geral, quando o presidente do conselho não puder dirigir os trabalhos, o acionista mais antigo assumirá tal função.

90. Consequentemente, tais disposições permitem aos Acionistas Vinculados designar automaticamente o presidente do conselho de administração da GPC, bastando eleger um deles como conselheiro (o que ocorre sistematicamente desde 1997), e, na ausência do presidente na assembleia é suficiente a presença de um dos Acionistas Vinculados para que os trabalhos sejam conduzidos pelo acionista mais antigo do grupo, visto que eles detêm ações da Companhia ininterruptamente por mais tempo.

91. Em outros termos, essas alterações estatutárias autorizam os Acionistas Vinculados a determinar quem entre eles irá exercer tais funções, mesmo que a maioria do capital reunido na assembleia tenha o desejo de escolher outro conselheiro para presidir o órgão ou outra pessoa para dirigir os trabalhos da assembleia.

92. Dúvida não há que compete aos acionistas reunidos em assembleia eleger os membros do conselho de administração, consoante o art. 122, II, da Lei das S/A⁴⁸⁸, bem como escolher o presidente e secretário da mesa que dirigem os trabalhos da assembleia, de acordo com o art. 128 da Lei nº 6.404/76⁴⁸⁹, salvo disposição diversa do estatuto social da companhia. Também compete à assembleia estabelecer disposição estatutária definindo se a escolha e substituição do presidente do conselho será feita pela própria assembleia ou pelo conselho, conforme estabelece o art. 140, I, do Lei das S/A⁴⁹⁰⁴⁹¹.

488 Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: (...) II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142.

489 Art. 128. Os trabalhos da assembleia serão dirigidos por mesa composta, salvo disposição diversa do estatuto, de presidente e secretário, escolhidos pelos acionistas presentes.

490 Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: I - o número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembleia ou pelo próprio conselho.

491 Neste sentido, reproduzo os dizeres de Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik: "Caberá ao estatuto determinar se a escolha e a substituição do presidente do conselho de administração será feita pela assembleia geral ou pelo próprio conselho. Mantém a nova Lei, desta forma, a obrigatoriedade do estatuto criar o cargo de presidente do conselho (novo

93. A assembleia é o órgão supremo das companhias e nela prevalece o princípio majoritário, pelo qual as decisões são tomadas pela maioria dos votos. Em companhias com controle definido, tais funções são quase sempre exercidas por pessoas indicadas pelo controlador, detentor da maioria do capital votante. Contudo, como prevalece na GPC o controle minoritário, a inserção dessas regras no estatuto social retira a escolha do presidente do conselho de administração e do presidente da assembleia do conjunto de acionistas e a transfere para as mãos dos Acionistas Vinculados.

94. Desta maneira, embora a Defesa alegue que o voto foi exercido no interesse da GPC, pois a intenção da medida foi garantir que o presidente do conselho e o responsável pela condução das assembleias fossem dotados de maior conhecimento acerca da história da Companhia e dos motivos que a levaram à recuperação judicial, bem como das medidas que estão em curso para retirá-la de tal situação, tenho a firme convicção que esta matéria jamais poderia ter sido deliberada na AGE de 10.10.2013 pelos Acionistas Vinculados, pois ela traz benefícios específicos a estes acionistas em relação aos demais.

95. Concorro com a Acusação ao afirmar que referida resolução rompeu o princípio da igualdade que deve existir entre os acionistas da GPC, porém, diferentemente do que foi proposto na peça acusatória, entendo que ela não viola o artigo 109, §1º, da Lei nº 6.404/76⁴⁹².

96. Como se sabe, o artigo 109 descreve um rol de direitos essenciais, garantindo ao acionista o direito de participar dos lucros sociais (inciso I), participar do acervo da companhia (inciso II), fiscalizar os negócios sociais (inciso III), dentre outros direitos ali assegurados. Ao declarar em seu *caput* que nem a assembleia nem o estatuto social poderão privar o acionista de tais direitos, a Lei de maneira franca e clara impõe um limite à manifestação da vontade social para preservar determinados direitos individuais do acionista que não poderão ser derogáveis pela vontade da maioria⁴⁹³.

97. O §1º do artigo 109 estabelece que as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares, de forma que não se pode excluir os direitos de um acionista pertencente a determinada classe, mantendo-os para os demais. Este dispositivo tem por especial fim prevenir situações de tratamento discriminatório entre acionistas, o que pode ocorrer, por exemplo, na compra de ações pela própria companhia⁴⁹⁴, situação onde a companhia não pode escolher de quais acionistas devem ser compradas as ações, sob pena de violar referido instituto.

inciso I do art. 140). Nesse ponto a nova Lei inovou no sentido de estatutariamente poder também a assembleia geral eleger o presidente do conselho. Essa competência estatutariamente estabelecida de um ou de outro é privativa e não alternativa. Não obstante, havendo impasse sobre a eleição do presidente do órgão, caberá substitutivamente ao outro órgão fazê-lo diante da necessidade absoluta de composição plena dos órgãos sociais, para seu funcionamento regular." A nova Lei das S/A, Saraiva, 2002, p. 294.

492 Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...) § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

493 "Comentários à Lei das Sociedades Anônimas", Modesto Carvalhosa. Saraiva, Vol II, pg 332 e 333.

494 "Lei das S/A Comentada", Nelson Eizirik. Quartier Latin, 2011, Vol. I, pg. 608.

98. Segundo depreendo dos autos, a Acusação entende que, ao estabelecer critério de escolha do presidente do conselho de administração baseado na titularidade ininterrupta das ações, o estatuto da GPC criou direitos distintos entre os acionistas, em função do período em que cada acionista decide manter suas ações.

99. Permito-me discordar deste argumento, pois o artigo 109, §1º, da Lei das S/A não assegura em seu rol de direitos essenciais o direito de ser eleito membro do conselho de administração, tampouco presidente do órgão. A Lei societária sequer exige a condição de acionista como requisito para investidura no cargo⁴⁹⁵.

100. Reconheço que o acionista pode ter o legítimo interesse de exercer o cargo de conselheiro ou mesmo presidente do órgão, todavia, tal pretensão não se confunde com direito, vez que não está previsto na Lei das S/A, não me permitindo afirmar que esta resolução do estatuto social criou direitos distintos entre os acionistas da GPC.

101. Ademais, a adoção do critério de propriedade ininterrupta das ações não reduziu ou restringiu a ampla margem existente para os acionistas elegerem as pessoas que melhor preencham os requisitos exigidos para o bom desempenho do cargo de conselheiro da GPC.

102. Tal critério de escolha aplica-se somente após a eleição dos conselheiros e, segundo a Defesa, teve por finalidade garantir que o responsável pela condução do conselho e das assembleias fosse dotado de maior conhecimento a respeito da Companhia.

103. Devo registrar que não considero esta uma boa prática, pois o presidente do conselho de uma companhia aberta deve reunir qualidades específicas para coordenar os trabalhos; promover o amplo debate de ideias e administrar divergências de opiniões, de forma a garantir o bom desempenho do conselho de administração⁴⁹⁶, qualidades estas que devem ser avaliadas na escolha do presidente e não simplesmente o período de posse das ações. Isso, porém, não altera minha convicção de que não houve infração ao art. 109, §1º, da Lei das S/A.

104. A prevalecer a tese esposada pela Acusação, jamais seria lícito à assembleia aprovar hipótese de benefício particular para determinado acionista ou grupo de acionistas, pois sempre se violaria, em tais casos, o art. 109 da Lei nº 6.404/76. E, como se sabe, tal situação ocorre nas deliberações que atribuem valores diferentes para ações de uma companhia envolvida em operação de incorporação de ações⁴⁹⁷, sem que isso represente afronta ao citado dispositivo.

105. Neste particular, convém trazer à colação lição de Miranda Valverde⁴⁹⁸, autor do anteprojeto da antiga Lei das S/A, sobre o tema:

495 Com a promulgação da Lei nº 12.431/11, que alterou o art. 146 da Lei 6.404/76, a condição de acionista deixou de ser requisito de elegibilidade para o exercício do cargo de membro do conselho de administração.

496 “Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa”, IBGC, 5ª edição, 2015.

497 Ver Parecer de Orientação CVM Nº34/2006.

498 Citado por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França no artigo “Conflito de Interesses e Benefício Particular: Uma Distinções que se Impõe Definitivamente Dirimir”, publicado na Revista de Direito Mercantil, V. 161/162, pg. 44.

Se – para exemplificar – a assembleia geral resolve atribuir uma bonificação a determinados acionistas, por este ou aquele motivo não poderão eles, como diretamente interessados, tomar parte nesta deliberação. Esta, com efeito, virá beneficiá-los de modo particular, quebrando, ainda que justo seja o tratamento, e a lei o permita, a regra de igualdade de tratamento para todos os acionistas da mesma classe ou categoria. A vantagem conferida a um ou mais acionistas, comumente, consiste em uma participação nos lucros líquidos da sociedade, durante certo tempo, ou no direito, algumas vezes extensivo aos herdeiros, de receber determinada soma, por mês, ou anualmente, a título de pensão ou aposentadoria. Representa quase sempre, a recompensa pelos trabalhos ou serviços prestados pelo acionista à companhia.

106. A bem da verdade, o que a Lei das S/A permite é que se atribua um benefício particular lícito, não contrário aos interesses da companhia, desde que o acionista beneficiado não participe da deliberação, deixando a cargo dos demais acionistas avaliarem a conveniência de se aprovar tal excepcionalidade, nos exatos termos do art. 115, §1º, da Lei 6.404/76.

107. Por outro lado, estou de acordo com a Acusação quando afirma que a Defesa via Conselho desnatura o conselho de administração como órgão de natureza colegiada ao dispor que a nomeação do diretor presidente e um dos dois diretores vice-presidentes da GPC será feita direta e isoladamente pelo presidente do órgão. Tal regra mostra-se inaceitável à luz do que determina o art. 138, §1º, da Lei 6.404/76, a seguir transcrito:

Art. 138 – A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. §1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.

108. Como se observa, a Lei estabelece que o conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, devendo a decisão ser tomada pelo colégio, ou seja, pela maioria de votos ou por quorum qualificado, como determina o art. 140, IV, da Lei nº 6.404/76⁴⁹⁹. Percebe-se, pois, que os membros do conselho de administração não têm competência individual, tampouco deliberam isoladamente, sendo a vontade do órgão correspondente à vontade coletiva dos conselheiros.

109. Além do mais, conforme previsão contida no art. 142, II, da Lei nº 6.404/76, a competência de eleger os diretores de uma companhia cabe ao conselho de administração, de forma a permitir que o presidente do conselho escolha direta e isoladamente o diretor presidente e um dos dois diretores vice-presidentes da GPC fere de morte toda a lógica instituída pelo legislador.

⁴⁹⁹ Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: (...) IV - as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho, que deliberará por maioria de votos, podendo o estatuto estabelecer quórum qualificado para certas deliberações, desde que especifique as matérias.

110. O presidente é responsável por estabelecer os objetivos do conselho, coordenar os trabalhos do órgão, organizando agendas e presidindo as reuniões, e por se assegurar que os demais conselheiros recebam as informações completas e de forma tempestiva para que possam exercer adequadamente os seus mandatos⁵⁰⁰.

111. Não me convence, portanto, o argumento da Defesa de que tal mudança estatutária buscou apenas dar maior representação ao presidente do conselho para escolher o diretor presidente e seu vice, pois a assembleia não tem legitimidade para subtrair competências que foram expressamente reservadas pela Lei ao conselho como órgão colegiado e atribuí-las para o exercício individual do presidente.

112. A propósito, cabe mencionar trecho do voto do Diretor Wladimir Castelo Branco, dado no julgamento do PAS RJ 2004/2915, de 18.08.2004, onde ele reafirma a natureza de órgão colegiado do conselho de administração, conforme excerto a seguir reproduzido:

No exercício de suas atribuições legais e estatutárias, os conselheiros não agem individualmente, tampouco se organizam em grupos deliberativos independentes, haja vista que, nos termos do §1º do art.138 da lei societária, o conselho de administração é órgão de natureza colegiada. (...), a administração é exercida por um órgão unitário, que conta com uma pluralidade de membros reunidos em um colégio, de forma que as decisões nele tomadas possuem caráter coletivo. Decorre daí que nenhum membro do conselho de administração pode, em regra, no exercício de sua função de conselheiro, praticar ato individual, ressalvada a hipótese prevista no art. 118, §8º, da Lei das S/A, que estabelece a obrigatoriedade de o presidente da assembleia ou órgão colegiado de deliberação da companhia não computar o voto conferido em infração a acordo de acionistas devidamente arquivado. Percebe-se, pois, que o presidente do conselho de administração não é competente para representar a companhia, tampouco pode individualmente decidir questões a ela relativas, tendo, via de regra, as mesmas atribuições dos demais membros do conselho.

113. Diante disso, no que tange especificamente à reforma do estatuto para dispor que a nomeação do diretor presidente e um dos dois diretores vice-presidentes da GPC será feita direta e isoladamente pelo presidente do conselho de administração, houve voto ilegal, em violação ao art. 138, §1º, da Lei n. 6.404/76, e não impedimento de voto por situação de conflito de interesses, previsto no art. 115, §1º, da Lei das S/A.

114. Por tudo isso, entendo que os Acionistas Vinculados, ao votarem favoravelmente na AGE de 10.10.2013 pela reforma do estatuto social da GPC prevendo que (i) a presidência do conselho de administração caberá ao acionista mais antigo da GPC e na falta, ausência ou impedimento do presidente do conselho será eleito como presidente da assembleia o acionista mais antigo presente no conclave e (ii) a nomeação do diretor presidente e um dos dois diretores vice-presidentes da GPC será feita direta e

500

“Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa”, IBGC, 5ª edição, 2015.

isoladamente pelo presidente do conselho de administração, violaram o art. 115, §1º, c/c o art. 138, §1º, da Lei n. 6.404/76.

115. No que se refere à violação do art. 156 c/c os arts. 109, §1º, e 138, §1º, da Lei nº 6.404/76 pelos membros do conselho de administração Paulo César Peixoto de Castro Palhares e Emílio Salgado Filho, que, segundo a Acusação, não poderiam ter deliberado a Defesa via Conselho por conflito de interesses, entendo que, com exceção à parte referente ao artigo 109, em razão dos motivos anteriormente descritos, a acusação procede.

116. O art. 156 da Lei nº 6.404/76⁵⁰¹ disciplina os conflitos de interesses do administrador de uma companhia com intuito de evitar que ele privilegie o seu interesse pessoal em detrimento do interesse social. Deste modo, se o administrador estiver diante de uma discussão na qual tenha um duplice interesse; o social e o particular, capaz de colocar em dúvida sua independência para apreciar os termos da decisão a ser tomada, referido administrador está impedido de se manifestar a respeito.

117. O entendimento⁵⁰² reiterado da CVM em relação ao conflito de interesses é de que a vedação deve ser observada independentemente do sentido da manifestação pretendida pelo administrador e dos efeitos que essa decisão venha a produzir sobre a companhia⁵⁰³.

118. Por isso, não me convence o argumento da Defesa de que a Acusação não conseguiu a caracterização de dano à Companhia decorrente da conduta dos Acusados, pois o dever de se abster contido no aludido dispositivo prescinde da avaliação do prejuízo causado pelo voto proferido por Paulo César Peixoto de Castro Palhares e Emílio Salgado Filho à GPC.

119. Mesmo que a Defesa via Conselho posteriormente fosse considerada adequada e conveniente para a GPC, ou seja, fosse aprovada pelos acionistas reunidos em assembleia, a aprovação não seria suficiente para convalidar os vícios eventualmente ocorridos no processo decisório, tampouco para isoladamente afastar quaisquer questionamentos diante da suspeita de violação de conflito de interesses no presente caso⁵⁰⁴.

120. Como o conselho de administração da GPC elaborou regras estatutárias que conferiram vantagens aos acionistas mais antigos da Companhia, e, como se viu, Paulo César Peixoto de Castro Palhares e Emílio Salgado Filho são acionistas que detêm essa condição singular (fls. 36 a 57; 391 e 392), entendo que eles tinham interesse próprio na aprovação das regras que atribuíram ao acionista mais antigo da GPC a presidência do conselho de administração.

501 Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

502 Ver PAS CVM nº RJ2004/5494, julgado em 16.12.2004; PAS CVM nº 12/2001, julgado em 12.1.2006; PAS CVM nº RJ2007/3453, julgado em 4.3.2008; PAS CVM nº 25/03, julgado em 25.3.2008.

503 Ver PAS CVM nº 09/2009, julgado em 21.07.2015.

504 Ver PAS CVM nº2013/1063, julgado em 03.12.2013.

121. Por tais motivos, estou convencido de que eles não poderiam ter deliberado o assunto na reunião do conselho de administração da GPC de 24.09.2013, e, naquela oportunidade, deveriam ter informado a natureza de seu conflito e a extensão de seu interesse na inserção de referidas regras no estatuto aos demais administradores, visto que não gozavam de independência suficiente para discutir a matéria.

122. Ademais, ambos também são responsáveis por violarem frontalmente o disposto no art. 138, §1º, da Lei 6.404/76 ao proporem resolução que atribui ao presidente do conselho de administração da GPC amplos poderes para escolher diretamente o diretor presidente e um dos dois diretores vice-presidentes, regra ilegal já amplamente discutida.

123. Deste modo, ao não procederem conforme se espera de um administrador de companhia aberta, Paulo César Peixoto de Castro Palhares e Emílio Salgado Filho descumpriram as determinações prescritas no art. 156 c/c o art. 138, §1º, da Lei nº 6.404/76.

124. Relativamente ao membro do conselho de administração Luiz Fernando Cirne Lima, que foi acusado de votar favoravelmente a Defesa via Conselho, em suposta infração ao art. 154, §1º, c/c os artigos. 109, §1º, e 138, §1º, da Lei nº 6.404/76⁵⁰⁵, entendo que, ressalvada a tipificação relativa ao artigo 109, tal infração também ocorreu no caso concreto.

125. Como se reconhece, o § 1º do art. 154 da Lei das S/A determina que o administrador eleito por grupo de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

126. A análise dos deveres constantes do artigo 154 está diretamente relacionada à necessidade de o administrador pautar sua atuação sempre no interesse da companhia, não podendo desviar a agulha de sua bússola de tal interesse, sendo-lhe vedada a perseguição de interesses próprios ou de outras pessoas.

127. Entendo que ao propor alteração estatutária permitindo que o presidente do conselho de administração da GPC nomeie o diretor presidente e um dos dois diretores vice-presidentes, regra manifestamente ilegal por contrariar o que dispõe o art. 138, §1º, da Lei 6.404/76, Luiz Fernando Cirne Lima agiu com desvio de poder caracterizado pela aplicação deformada de regra prevista na Lei 6.404/76, razão pela qual entendo que ele é responsável por infringir o art. 154, §1º, c/c o art. 138, §1º, da Lei das S/A.

II – Da Atuação do Diretor de Relações com Investidores no tocante à Divulgação de Informações

⁵⁰⁵ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

128. Como visto no relatório anexo a este voto, Sérgio Peixoto de Castro Palhares retirou-se espontaneamente, em 21.07.2011, do acordo de voto que firmara com os Acionistas Vinculados, conforme declaração de Dissolução Parcial Imotivada do Acordo de Acionistas.

129. Como essa informação não foi divulgada ao mercado tempestivamente, as informações publicamente disponíveis no Formulário de Referência⁵⁰⁶ de 2012 sobre o quadro societário da GPC indicava que os Acionistas Vinculados tinham mais de 42% do capital social, quando, em realidade, a participação deles era de 37,65%, informação que somente foi corrigida no dia 10.10.2013, às 19h.

130. Por este motivo, a Acusação responsabilizou o diretor de relações com investidores⁵⁰⁷ da GPC, Emílio Salgado Filho, por descumprir o art. 24, §3º, X, da Instrução CVM nº 480/09⁵⁰⁸, pois não reapresentou o Formulário de Referência com a alteração do acordo de acionistas em até sete dias úteis da ocorrência do evento (em 01.08.2011), e o art. 30, VIII, da Instrução CVM nº 480/09⁵⁰⁹, por não providenciar, neste mesmo prazo, o envio por meio eletrônico à CVM do aditamento do acordo de acionistas.

131. Em Defesa, Emílio Salgado Filho reconhece que o aditamento do acordo de acionistas deixou de ser tempestivamente fornecido ao mercado por erro material. Alega, entretanto, que a alteração restou refletida na versão 3.0 do Formulário de Referência submetida à CVM em 11.07.2013, quando a GPC estaria dispensada de apresentar aquele formulário por se encontrar em recuperação judicial, conforme faculta o art. 36 da Instrução CVM nº 480/09⁵¹⁰.

132. Acrescenta que, em virtude da exígua participação do acionista retirante, tal omissão não alterou a efetividade do controle, que se mantém segundo os termos do acordo, não tendo sido capaz de gerar qualquer prejuízo ao mercado em decorrência do equívoco informacional.

133. As alegações de Emílio Salgado Filho não podem prosperar. A uma, porque a divulgação e o envio à CVM do aditamento do acordo de acionista deveriam ter sido providenciados até 01.08.2011, o que reconhecidamente ele não fez. Dessa forma, o fato de a informação ter sido inserida no Formulário de Referência em 11.07.2013, dois anos após, prazo este muito superior ao permitido pela Instrução CVM nº 480/09, não tem, por óbvio, a faculdade de eximi-lo de sua responsabilidade.

506 Formulário de referência 2012 – V12 e posteriores.

507 Instrução CVM nº 480/09 - Art. 45. O diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de todas as informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários.

508 Art. 24. O formulário de referência é documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 24. (...) § 3º O emissor registrado na categoria A deve atualizar os campos correspondentes do formulário de referência, em até 7 (sete) dias úteis contados da ocorrência de qualquer dos seguintes fatos: (...) X – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte referente ao exercício do direito de voto ou poder de controle do emissor.

509 Art. 30. O emissor registrado na categoria A deve enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações eventuais: (...) VIII – acordos de acionistas e outros pactos societários arquivados no emissor, em até 7 (sete) dias úteis contados de seu arquivamento;

510 Art. 36. O emissor em recuperação judicial é dispensado de entregar o formulário de referência até a entrega em juízo do relatório circunstanciado ao final do processo de recuperação.

134. A ausência desta informação mostrou-se relevante na AGE de 10.10.2013, pois uma das propostas em discussão era a criação da obrigação de lançamento de uma oferta pública pela totalidade das ações por parte dos acionistas que atingissem participação superior a 40% do capital da GPC, a denominada Defesa via OPA. Na assembleia, a falta da correta informação sobre a participação dos Acionistas Vinculados gerou por parte de alguns acionistas protestos contra a proposta por acreditarem que a participação dos Acionistas Vinculados fosse superior ao patamar proposto, a significar que estariam propondo regra que, na prática, não se lhes aplicaria.

135. A duas, porque julgo desnecessária a ocorrência de prejuízo efetivo, economicamente mensurável, como determinante da necessidade de a companhia proceder à divulgação das informações requeridas pela Lei das S/A e pelos normativos da CVM. O bem que se tutela ao se exigir a publicidade de informações de uma companhia aberta é a prevalência da igualdade de conhecimento entre todos aqueles que necessitam da informação para decidir sobre seus negócios.

136. Como já me manifestei em outra oportunidade⁵¹¹, a Lei nº 6.404/76 admite a existência de companhias abertas e fechadas conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários (art. 4º, caput); que somente valores mobiliários de emissão de companhia registrada na CVM podem ser negociados no mercado de valores mobiliários (§ 1º), e que nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na CVM (§ 2º).

137. Cabe, portanto, à companhia, voluntariamente, escolher em que condições irá atuar, estando ela certa de que, ao optar pela condição de companhia aberta, se sujeitará a todas as regras impostas pela lei societária e pelas normas expedidas pela CVM.

138. Com efeito, ao assumirem tal condição, as companhias devem se submeter a um regime estatal de regulação diferenciado, e o legislador, sabiamente, exigiu delas a divulgação de um amplo conjunto de informações ao mercado, em sintonia com o princípio fundamental do *full disclosure*. As regras direcionadas a essas companhias jogam sobre elas um foco de luz, e a desejada transparência dos seus atos tem por finalidade prover o mercado com informações necessárias para o seu ordenamento e para proteger o público investidor.

139. Não por outra razão, a CVM tem continuamente aprimorado a qualidade das informações que devem ser divulgadas, como se observa da edição da própria Instrução CVM nº480/09 e da Instrução CVM nº481/09, e, neste sentido, a atuação do diretor de relações com os investidores é indispensável para a concretização do princípio da ampla divulgação, pois é nele que todos depositam a esperança de que a informação continuará sendo esse bem valioso para o mercado.

140. Por tudo isso, entendo que Emílio Salgado Filho, diretor de relações com inves-

511

Processo Administrativo CVM nº RJ2013/3945, julgado em 07.5.2013.

tidores da GPC desde 12.01.2010, responsável pelo cumprimento das obrigações aqui referidas, consoante estabelece o art. 45 da Instrução CVM nº 480/09⁵¹², e acionista integrante do acordo de voto, logo, sabedor da alteração que ocorreria com a retirada de Sergio Peixoto de Castro Palhares, deveria ter providenciado a divulgação do aditamento e o seu envio eletronicamente à CVM até o dia 01.08.2011, providências que assumidamente não adotou, sendo, portanto, responsável pelo descumprimento dos arts. 24, §3º, X, e 30, VIII, da Instrução CVM nº 480/09.

141. Por fim, cabe analisar a Acusação formulada em face de Emílio Salgado Filho por divulgar a proposta da administração à assembleia geral realizada em 10.10.2013 sem a descrição detalhada dos interesses dele próprio, de Paulo César Peixoto de Castro Palhares e dos demais acionistas vinculados por acordo de voto, em relação às reformas estatutárias a serem deliberadas em tal assembleia, em suposta infração ao art. 8º, V, da Instrução CVM nº 481/09⁵¹³.

142. Em sua Defesa, Emílio Salgado Filho alega que não considerou tratar de hipótese prevista no art. 8º, uma vez que a matéria deliberada não cuidava de interesse especial de qualquer acionista, mas de legítimo interesse da GPC de se dotar e a sua administração com os mecanismos capazes de conferir segurança e estabilidade na condução de suas atividades no difícil momento em que atravessa.

143. Contudo, como amplamente comprovado neste processo, o conselho de administração da GPC elaborou regras estatutárias que atribuíram ao acionista mais antigo da GPC a presidência do conselho de administração, caso um dos eleitos fosse acionista; e o comando dos trabalhos da assembleia, na falta, ausência ou impedimento do presidente do conselho de administração, conferindo, portanto, vantagens aos acionistas mais antigos da Companhia, sendo certo que Emílio Salgado Filho, Paulo César Peixoto de Castro Palhares e os demais Acionistas Vinculados são acionistas que detêm essa qualidade singular, razão pela qual entendo procedente à acusação formulada.

144. Em tal situação, caberia ao diretor de relações com investidores divulgar a proposta da administração à assembleia geral extraordinária, realizada em 10.10.2013, com a descrição de que os Acionistas Vinculados, por serem os acionistas mais antigos, tinham interesse próprio na aprovação das regras específicas contidas na Defesa via Conselho, em respeito ao disposto no art. 7º da Instrução CVM nº 481/09⁵¹⁴.

145. Por tais razões, entendo que Emílio Salgado Filho descumpriu art. 8º, V, da Instrução CVM nº 481/09.

512 Instrução CVM nº 480/09 - Art. 45. O diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de todas as informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários.

513 Art. 8º - Sempre que uma parte relacionada, tal como definida pelas regras contábeis que tratam desse assunto, tiver interesse especial na aprovação de uma matéria submetida à assembleia, a companhia deve fornecer aos acionistas, no mínimo, os seguintes documentos e informações: (...) V - descrição detalhada da natureza e extensão do interesse em questão

514 Art. 7º O diretor de relações com investidores é responsável pelo fornecimento das informações e documentos exigidos da companhia no Capítulo III e no Capítulo III-A, bem como pelo cumprimento, por parte da companhia, do disposto no art. 2º desta Instrução.

III – DAS PENALIDADES:

146. Por tudo o que foi exposto, e considerando as circunstâncias do caso, voto nos seguintes termos:

- a) Pela condenação de César Augusto Peixoto de Castro Palhares, Gilda Maria Peixoto Palhares, Heitor Peixoto de Castro Palhares, Antônio Joaquim Peixoto de Castro Palhares, Zélia Maria Peixoto de Castro Palhares, João Carlos Peixoto de Castro Palhares, Espólio de Maria Cândida Peixoto de Castro Palhares, Eloisa Maria Peixoto Palhares, Paulo César Peixoto de Castro Palhares Filho, Celina Corrêa Peixoto de Castro Palhares, Jorge Paulo Peixoto de Castro Palhares, Maria Helena Palhares Salgado, na qualidade de acionistas da GPC, à pena de multa individual de R\$300.000,00 (trezentos mil reais), na forma do inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/76 c.c. o inciso I do § 1º do mesmo artigo, por votarem pela aprovação de regras que os beneficiou de maneira particular na condição de acionistas mais antigos e atribuiu ao presidente do conselho de administração poderes para escolher diretamente o diretor presidente e um dos dois diretores vice-presidentes, na assembleia geral realizada em 10.10.2013, em infração ao art. 115, §1º, c/c o art. 138, §1º, da Lei nº 6.404/76.
- b) Pela condenação de Paulo César Peixoto de Castro Palhares, na qualidade de membro do conselho de administração da GPC, à pena de multa de R\$200.000,00 (duzentos mil reais), na forma do inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/76 c.c. o inciso I do § 1º do mesmo artigo, por terem deliberado regras sobre as quais tinham interesse próprio e atribuiu ao presidente do conselho de administração poderes para escolher diretamente o diretor presidente e um dos dois diretores vice-presidentes, na reunião do conselho de administração de 24.09.2013, em infração ao art. 156 c/c o art. 138, §1º, da Lei 6.404/76.
- c) Pela condenação de Luiz Fernando Cirne Lima e Emílio Salgado Filho, na qualidade de membros do conselho de administração da GPC, à pena de multa individual de R\$150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), na forma do inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/76 c.c. o inciso I do § 1º do mesmo artigo, por deliberar disposição que atribuiu ao presidente do conselho de administração poderes para escolher diretamente o diretor presidente e um dos dois diretores vice-presidentes, na reunião do conselho de administração de 24.09.2013, em infração ao art. 154, §1º, c/c o art. 138, §1º, da Lei 6.404/76.
- d) Pela condenação de Emílio Salgado Filho, na qualidade de diretor de relações com investidores da GPC:
 - i. à pena de multa de R\$100.000,00 (cem mil reais), na forma do inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/76 c/c o inciso I do § 1º do mesmo artigo, por

não divulgar a alteração do acordo de acionistas e não enviar eletronicamente à CVM o acordo modificado, em infração aos arts 24, §3º, X, e 30, VIII, da Instrução CVM nº 480/09; e

ii. à pena de multa de R\$100.000,00 (cem mil reais), na forma do inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/76 c/c o inciso I do § 1º do mesmo artigo, por divulgar a proposta da administração à assembleia geral sem a descrição detalhada do interesse próprio e dos demais acionistas, em infração ao art. 8º, V, da Instrução CVM nº 481/09.

- e) Pela absolvição de César Augusto Peixoto de Castro Palhares, Gilda Maria Peixoto Palhares, Heitor Peixoto de Castro Palhares, Antônio Joaquim Peixoto de Castro Palhares, Zélia Maria Peixoto de Castro Palhares, João Carlos Peixoto de Castro Palhares, Espólio de Maria Cândida Peixoto de Castro Palhares, Eloisa Maria Peixoto Palhares, Paulo César Peixoto de Castro Palhares Filho, Celina Corrêa Peixoto de Castro Palhares, Jorge Paulo Peixoto de Castro Palhares, Maria Helena Palhares Salgado, na qualidade de acionistas da GPC, por votar favorável e decisivamente pela aprovação de reforma estatutária que prevê a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações na AGE de 10.10.2013.
- f) Pela absolvição de Paulo César Peixoto de Castro Palhares, Emílio Salgado Filho e Luiz Fernando Cirne Lima, na qualidade de membros do conselho de administração da GPC, por propor reforma estatutária que prevê a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações na reunião do conselho de administração de 24.09.2013.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 12 de julho de 2016.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor-Relator

Manifestação de voto do Diretor Gustavo Tavares Borba na Sessão de Julgamento do Processo administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/591 realizada no dia 12 de julho de 2016.

Senhor Presidente, excetuando a fundamentação relativa à condenação do acusado Luiz Fernando Cirne Lima, que, entendo, deveria ser apenas com base no art. 138, §1º, da Lei nº 6.404/76, concordo integralmente com o voto do Diretor-relator.

Gustavo Tavares Borba
Diretor

Manifestação de voto do Diretor Pablo Renteria na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/591 realizada no dia 12 de julho de 2016.

Eu acompanho o voto do Relator, senhor Presidente.

Pablo W. Renteria
Diretor

Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/591 realizada no dia 12 de julho de 2016.

Eu também acompanho o voto do Relator e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu por absolvições e pela aplicação de penalidades de multas pecuniárias individuais, nos termos do voto do Diretor-relator.

Encerro a Sessão, informando que os acusados punidos poderão interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e que, com a entrada em vigor do Decreto nº 8.652/2016, as decisões absolutórias transitam em julgado na 1ª Instância, sem a interposição de recurso de ofício por parte da CVM.

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO
SANCIONADOR CVM nº RJ2014/591 DESTINADA EXCLUSIVAMENTE À LEI-
TURA DE VOTO RETIFICADOR DO RELATOR

Acusados: Antonio Joaquim Peixoto de Castro Palhares
Celina Corrêa Peixoto de Castro Palhares
César Augusto Peixoto de Castro Palhares
Eloisa Maria Peixoto Palhares
Emílio Salgado Filho
Espólio de Maria Cândida Peixoto de Castro Palhares

Gilda Maria Peixoto Palhares
Heitor Peixoto de Castro Palhares
João Carlos Peixoto de Castro Palhares
Jorge Paulo Peixoto de Castro Palhares
Luiz Fernando Cirne Lima
Maria Helena Palhares Salgado
Paulo César Peixoto de Castro Palhares
Paulo César Peixoto de Castro Palhares Filho
Zélia Maria Peixoto de Castro Palhares

Ementa: Proposta e aprovação em AGE de cláusula estatutária que obriga o acionista que se torne titular de 40% do capital social a realizar uma oferta pública de aquisição de ações. *Absolvições*. Proposta e aprovação em AGE de regras estatutárias relacionadas à estrutura e funcionamento do conselho de administração da GPC, em benefício particular dos acionistas vinculados por acordo de voto, em conflito de interesses e com desvio de poder. *Multas*. Não reapresentação e reenvio do Formulário de Referência com a alteração do acordo de acionistas. *Multas*. Divulgação da proposta da administração à AGE sem a descrição dos interesses do administrador e dos acionistas vinculados por acordo de voto. *Multas*.

Decisão: A Sessão, iniciada em 12 de julho de 2016, foi reaberta nesta data especificamente para a leitura do voto retificador do Relator, Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, que, com base no disposto no art. 65, parágrafo único, da Lei nº 9.784/1999, consistiu em:

1. Imputar ao acusado Emílio Salgado Filho a responsabilidade por atuar em desacordo com o art. 156, c/c o art. 138, §1º, ambos da Lei nº 6.404/76, em razão de estar comprovado que era um dos “acionistas mais antigos”, e, portanto, beneficiário das decisões que alteraram o estatuto da GPC Participações S.A. e MANTER a pena imposta de multa pecuniária no valor de R\$150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), proferida oralmente na Sessão de Julgamento do processo em tela realizada em 12 de julho de 2016.
2. No tocante aos demais acusados, o Diretor-relator MANTEVE inalteradas as decisões propostas na Sessão de Julgamento do dia 12 de julho de 2016, especificadas no extrato da sessão daquela data.

Presente a Procuradora-federal Luciana Dayer, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Tavares Borba, Henrique Balduino Machado Moreira, Pablo Renteria, e Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Relator e Presidente da Sessão.

Rio de Janeiro, 27 de setembro de 2016.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Relator e Presidente da Sessão de Julgamento

24.10. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2014/0591

Acusados: César Augusto Peixoto de Castro Palhares

Gilda Maria Peixoto Palhares

Heitor Peixoto de Castro Palhares

Antonio Joaquim Peixoto de Castro Palhares

Zélia Maria Peixoto Palhares

João Carlos Peixoto de Castro Palhares

Espólio de Maria Cândida Peixoto Palhares

Eloisa Maria Peixoto Palhares

Paulo César Peixoto de Castro Palhares Filho

Celina Corrêa Peixoto de Castro Palhares

Jorge Paulo Peixoto de Castro Palhares

Maria Helena Palhares Salgado

Paulo César Peixoto de Castro Palhares

Emílio Salgado Filho

Luiz Fernando Cirne Lima

Assunto: Apurar responsabilidade de acionistas e administradores da GPC Participações S.A., por deliberar a reforma do estatuto social em situação de conflito de interesses com a Companhia, em infração aos artigos 115, §1º; 154, §1º; e 156 da Lei nº 6.404/76; por não divulgar a alteração do acordo de acionistas arquivado na Companhia, em infração aos artigos 24, §3º, X, e 30, VIII, da Instrução CVM nº 480/09; e por divulgar a proposta da administração à assembleia geral sem a descrição detalhada do interesse próprio, em infração ao art. 8º, V, da Instrução CVM nº 481/09.

Diretor Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes

1. Na Sessão de Julgamento deste processo administrativo sancionador, realizada no último dia 12 de julho, após a leitura do voto que proferi, e que atribuía responsabilidade a Emílio Salgado Filho por descumprir o art. 156, c/c p art. 138, §1º, da Lei nº 6.404/76, em razão de ter sido considerado como um dos “acionistas mais antigos” da GPC Participações S.A. e, portanto, beneficiário da decisão por ele adotada na reunião do conselho de administração realizada em 24.9.2013, que propôs alteração no estatuto da Companhia para incluir as chamadas Defesa via OPA e Defesa via Conselho, o representante do Acusado afirmou que ele não compõe o grupo de “acionistas mais antigos”, afirmativa posteriormente confirmada por meio do ofício anexado às fls. 770/771.

2. Diante desta manifestação verbal, alterei o meu voto, ainda na sessão de julgamento, para imputar a Emílio Salgado Filho a responsabilidade por agir em desacordo com o art. 154, §1º, c/c o art. 138, §1º, da Lei nº 6.404/76, e lhe apliquei a pena de multa no valor de R\$150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), em linha com a decisão adotada em relação ao Acusado Luiz Fernando Cirne Lima, conselheiro que não firmara o Acordo de Acionista, razão pela qual não fora considerado um dos “acionistas mais antigos”.

3. No entanto, encerrada a Sessão, constatei que, efetivamente, Emílio Salgado Filho era um dos “acionistas mais antigos”, assim considerado por ter firmado o Acordo de Acionistas, em 1997, e que se encontra anexado às fls. 36/57, e, também, porque se manteve nesta condição ininterruptamente até a realização da reunião do conselho de administração que formulou a proposta, e da assembleia geral extraordinária que aprovou a inclusão da Defesa via OPA e da Defesa via Conselho no estatuto da GPC.

4. Assim, constatando que errei ao alterar o meu voto durante a Sessão de Julgamento, e com base no disposto no art. 65, parágrafo único, da Lei nº 9.784, 19991, RETIFICO o meu voto para imputar a Emílio Salgado Filho a responsabilidade por atuar em desacordo com o art. 156, c/c o art. 138, §1º, da Lei nº 6.404/76, em razão de estar comprovado que era um dos “acionistas mais antigos” e, portanto, beneficiário das decisões que alteraram o estatuto da GPC, porém, mantenho a pena que lhe impus de multa no valor de R\$150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), proferida oralmente.

5. Destaco, por fim, que mantenho inalteradas as decisões relativas aos demais acusados neste processo administrativo sancionador.

É o meu voto retificador.

Rio de Janeiro, 27 de setembro de 2016.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor-Relator

Manifestação de voto do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/591 realizada no dia 27 de setembro de 2016 para a leitura do voto retificador do Relator, Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, especificamente alusivo ao acusado Emílio Salgado Filho.

Eu acompanho o seu voto retificador, senhor Relator.

Henrique Balduino Machado Moreira
Diretor

Manifestação de voto do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/591 realizada no dia 27 de setembro de 2016 para a leitura do voto retificador do Relator, Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, especificamente alusivo ao acusado Emílio Salgado Filho.

Eu também acompanho o seu voto retificador, senhor Relator.

Gustavo Tavares Borba
Diretor

Manifestação de voto do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/591 realizada no dia 27 de setembro de 2016 para a leitura do voto retificador do Relator, Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, especificamente alusivo ao acusado Emílio Salgado Filho.

Eu acompanho o seu voto retificador, senhor Relator.

Pablo W. Renteria
Diretor

24.11. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2011/4517

Acusados: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

José Carlos Lopes Xavier de Oliveira

GRP Investimentos Ltda.

Rondon Pacheco Fonseca Pinto

Ementa: Inobservância do dever de diligência. Absoluções, advertências e multas.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu:

1. Absolver a GRP Investimentos Ltda. e o seu diretor-responsável, Rondon Pacheco Fonseca Pinto; a BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. e o seu diretor responsável, José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, da imputação de aquisição de CCBs de emissão da GRP Investimentos para as carteiras do FIA GRP, FIM GRP e FIRF GRP, em suposta infração ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM n.º 409/2004;

2. Condenar a GRP Investimentos Ltda. à penalidade de advertência, pela aplicação, pelo FIC-FI GRP, em ativos vedados pelo regulamento deste fundo, em infração aos artigos 65, inciso XIII, e 65-A, inciso I, ambos da Instrução CVM n.º 409/2004;

3. Condenar Rondon Pacheco Fonseca Pinto à penalidade de advertência, por, na qualidade de diretor-responsável da GRP Investimentos, permitir a aplicação, pelo FIC-FI GRP, em ativos vedados pelo regulamento deste fundo, em infração aos artigos 65, inciso XIII, e 65-A, inciso I, ambos da Instrução CVM n.º 409/2004;

4. Condenar a BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. à penalidade de multa no valor de R\$30.000,00, por ter falhado na fiscalização da GRP Investimentos no que se refere à aplicação, pelo FIC-FI GRP, em ativos vedados pelo regulamento deste fundo, em infração aos artigos 65, inciso XV e 65-A, inciso I, da Instrução CVM n.º 409/2004; e

5. Condenar José Carlos Lopes Xavier de Oliveira à penalidade de multa no valor de R\$25.000,00, por, na qualidade de diretor-responsável da BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A, ter permitido a falha na

fiscalização da GRP Investimentos no que se refere à aplicação, pelo FI-C-FI GRP, em ativos vedados pelo regulamento deste fundo, em infração aos artigos 65, inciso XV e 65-A, inciso I, da Instrução CVM n.º 409/2004.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os *litis* consórcios tiverem diferentes procuradores.

A CVM interporá recurso de ofício das decisões absolutórias ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Presentes os advogados Carlos Tadeu Carvalho Azevedo, representando a BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira; e Giovanna Mazetto Gallo, representando a GRP Investimentos Ltda. e Rondon Pacheco Fonseca Pinto.

Presente o Procurador-federal Marcos Davidovich, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Otavio Yazbek, Relator, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, Luciana Dias, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2013.

Otavio Yazbek
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente da Sessão de Julgamento

Relatório

I. OBJETO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado em face da GRP Investimentos Ltda. (“GRP Investimentos”), e de seu diretor responsável, Rondon Pacheco Fonseca Pinto, e da BNY Mellon Serviços Financeiros (“BNY Mellon”) e de seu diretor responsável, José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, para apurar as respectivas respon-

sabilidades por suposta infração dos artigos 65, incisos XIII e XV⁵¹⁵, e 65-A, inciso I⁵¹⁶, todos da Instrução CVM n.º 409, de 18.8.2004.

II. APURAÇÃO

2. O presente processo se originou a partir de análise realizada pela Gerência de Acompanhamento de Fundos da CVM (“GIF”) da carteira do Fundo de Investimento Multimercado GRP Crédito Privado⁵¹⁷ (“FIM GRP”) em 30.4.2010, em que se constatou a aplicação em cédulas de crédito bancário (“CCBs”) de emissão do gestor do fundo, a GRP Investimentos.

3. Em 12.5.2010, a GIF solicitou esclarecimentos à BNY Mellon em relação à referida aplicação (fl. 26), e examinou a carteira de outros fundos que também eram administrados pela BNY Mellon e geridos pela GRP Investimentos, quais sejam: o Fundo de Investimento em Ações GRP DXR (“FIA GRP”) e o Fundo de Investimento Renda Fixa Crédito Privado CRP (“FIRF GRP”) – tendo constatado, novamente, a presença de CCBs de emissão da GRP Investimentos.

4. No dia 13.5.2010 a BNY Mellon confirmou que o emissor da CCB que constava da carteira do FIM GRP era a GRP Investimentos, e informou que o regulamento do referido fundo autorizava, em seu art. 9º, a aquisição de “títulos ou valores mobiliários de emissão da ADMINISTRADORA, da GESTORA ou de empresas a elas listadas”, desde que os mesmos não representassem mais do que 20% do seu patrimônio líquido (fl. 27).

5. Diante da possibilidade de ocorrência de conflito de interesses, em 18.5.2010 a GIF solicitou à BNY Mellon que informasse (OFÍCIO/CVM/SIN/GIF/Nº1494/2010) (fl.32):

i) os procedimentos adotados pela instituição para o cumprimento do dever de diligência do art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM n.º 409/2004, no momento da aquisição das CCBs para a carteira do FIM GRP; e

ii) sobre os mecanismos utilizados para a mitigação dos riscos de conflito de interesses na aquisição de CCB emitida pelo próprio gestor do fundo e que, caso houvesse procedimento específico para o caso, o descrevesse detalhadamente (fls. 32).

515 Art. 65 - Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: (...) XIII - observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto; (...) XV - fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo

516 Art. 65-A - O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I - exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão

517 O FIM era um fundo de investimento da classe multimercado, administrado pela BNY Mellon e gerido pela GRP Investimentos. Em 30.4.2010, o FIM possuía quatro cotistas e um patrimônio líquido de R\$ 2,6 milhões

6. Na mesma data, foi enviado ofício à GRP Investimentos⁵¹⁸ solicitando as seguintes informações e esclarecimentos (OFÍCIO/CVM/SIN/GIF/Nº1495/2010) (fls. 33-34):

- i) a data de aquisição, preço, taxas, prazos de vencimento e outras características das CCBs em questão;
- ii) onde foram aplicados os recursos captados pelas CCBs;
- iii) quais os mecanismos utilizados para a mitigação dos riscos de conflito de interesses na aquisição de CCB emitida pelo próprio gestor do fundo e que, caso houvesse procedimento específico para o caso, o descrevesse detalhadamente;
- iv) os procedimentos adotados pela gestora para o cumprimento do dever de diligência do art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM n.º 409/2004, no momento da aquisição das CCBs para a carteira do FIM GRP, FIA GRP e FIRF GRP;
- v) o envio de cópia de análise de risco de crédito e demais documentos utilizados para embasar a decisão de investimento na referida CCB; e
- vi) detalhamento dos procedimentos adotados pela gestora para atender ao art. 7º do Parecer de Orientação n.º 11/08 da ANDIMA de 24.07.2008, que trata de regras e procedimentos na realização de operações privadas com CCB.

7. Também foi enviado ofício ao Banco Prosper S.A. (“Banco Prosper”), estruturador da operação de CCBs, para que se manifestasse sobre os procedimentos adotados para atender ao referido Parecer da ANDIMA (OFÍCIO/CVM/SIN/GIF/Nº1496/2010) (fl. 35).

8. Em resposta aos questionamentos que lhe foram formulados, protocolada em 31.5.10, a BNY Mellon informou que (fls. 45-49):

- i) existe clara separação e independência das atividades de administração e de gestão de carteira de fundos de investimento, assim como das respectivas responsabilidades decorrentes destas atividades;
- ii) em se tratando de fundo com gestão terceirizada, cabe ao gestor negociar, em nome do fundo, os ativos que compõe a sua carteira, não cabendo ao administrador analisar as operações previamente ou entrar no mérito dos atos praticados por aquele;
- iii) o dever de diligência previsto no art. 65 da Instrução CVM n.º 409/2004 impõe que o administrador verifique, ao consolidar os negócios realizados pelo gestor na carteira do fundo no dia subsequente à realização dos mesmos, a ocorrência de eventuais desenquadramentos de carteira às regras do regulamento do fundo e às demais regras vigentes; e

518
FIRF.

Os questionamentos formulados à GRP Investimentos, no entanto, se estendem também aos fundos FIA e

iv) não adotava qualquer procedimento de fiscalização previamente à aquisição de qualquer título ou valor mobiliário pelos fundos sob a sua administração; e

v) a aquisição da CCB estava de acordo com as regras do regulamento do fundo;

vi) desde 26.5.2010 o fundo não possuía mais a referida CCB em sua carteira.

9. A GRP Investimentos protocolou sua resposta em 31.5.2010, na qual esclareceu que (fls. 36-39):

i) as CCBs adquiridas para as carteiras dos fundos em questão possuíam liquidez diária e uma série de garantias, entre elas a garantia real sobre um imóvel (tendo apresentado tabela com as principais características das mesmas);

ii) a emissão de CCBs foi uma forma de financiamento dos investimentos em infraestrutura que seus administradores decidiram realizar;

iii) as referidas operações foram alvo de amplos debates nos comitês de investimento e de risco da gestora, tendo sido aprovadas após a análise de diversos fatores que conduziram à conclusão de que tal aplicação estava em linha com seus respectivos regulamentos;

iv) como forma de preservar os interesses dos cotistas, antes do fechamento da operação, alguns parâmetros deveriam ser observados, quais sejam: (a) a elaboração de pesquisas e levantamentos sobre a taxa praticada naquela data e para aqueles períodos, para operações de risco semelhante; (b) a aprovação da operação, pela equipe de gestão, somente se restasse claro que havia garantias sólidas de liquidação das CCBs a qualquer tempo e que os termos da CCB estavam legalmente corretos; e (c) a análise das demonstrações financeiras, de modo a verificar se o nível de alavancagem e o fluxo de caixa eram condizentes com as obrigações assumidas.

(v) apesar de acreditar que tais operações não afrontavam a regulamentação em vigor, o seu comitê de investimentos solicitou o resgate das CCBs de sua emissão das carteiras dos fundos, em função de desconforto com o recebimento do questionamento da CVM;

vi) os resgates solicitados foram honrados, em linha com as condições previstas e sem qualquer inadimplemento; e

vii) à época das operações, a GRP Investimentos não era instituição associada à ANBIMA (ANDIMA ao tempo) e, portanto, não estava obrigada a seguir suas regras.

10. Ainda em sede de esclarecimentos, a GRP Investimentos anexou, dentre outros documentos, cópia do relatório interno, datado de 1.2.2009, que serviu de base para a aquisição das CCBs (“Análise de Crédito”) e que continha a análise dos riscos e garantias, as demonstrações financeiras da GRP Investimentos, a avaliação do imóvel⁵¹⁹ e o comprovante da aplicação⁵²⁰ de seu sócio que serviram de garantia aos títulos emitidos (fls. 40-44).

11. Já o Banco Prosper apresentou sua resposta em 4.6.2010, esclarecendo que a operação em questão é de registro de CCB no qual o investidor solicita que seja originada operação de crédito com determinadas características. E que, ao receber tal solicitação, o banco realiza análise do cadastro do emissor, a fim de verificar a viabilidade da proposta, mediante preenchimento de fichas de cadastro e consulta aos órgãos de proteção de crédito, além de exigir parecer legal referente à constituição da empresa e a possibilidade de outorga de garantias ao crédito.

12. No dia 21.6.2010, a SIN solicitou ao Banco Prosper cópia de todas as CCBs emitidas pela GRP Investimentos no ano de 2009 adquiridas pelos fundos por ela geridos (fl. 51), e, em 30.6.2010, o Banco Prosper respondeu apresentando as cópias solicitadas (52-83).

13. De posse de todos os elementos citados, a GIF elaborou o Relatório de Análise RA/GIF/N.º005/2010 (fls. 84-87), tendo concluído que, no seu entender:

i) a BNY Mellon descumpriu o regulamento do FIC FI Multimercado Crédito Privado GRP Performance (“FIC-FI GRP”), administrado e gerido pelas mesmas instituições, pois o referido fundo possuía, em abril de 2010, 72,25% do seu patrimônio líquido aplicado em um fundo de investimento de que trata o art. 110-B da Instrução CVM n.º 409/2004⁵²¹, o que era vedado pelo art. 8º, § 11 do seu regulamento⁵²²;

ii) a GRP Investimentos infringiu o art. 14, inciso II da Instrução CVM n.º 306/1999 e art. 65-A da Instrução CVM n.º 409/2004, por ter realizado operações em conflito de interesses com o fundo e não ter agido de forma diligente ao adquirir CCBs de sua própria emissão para as carteiras de fundos sob sua gestão.

14. Em 22.10.2010 e 30.12.2010, foram enviados ofícios de igual teor para a GRP Investimentos e a BNY Mellon, e para seus diretores responsáveis pelos serviços de administração de carteira de valores mobiliários, Rondon Pacheco Fonseca Pinto e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, respectivamente, intimando-os a se manifestarem

519 No item 2 da Análise de Crédito consta que a GRP Investimentos “colocou a disposição o imóvel que a empresa está sediada, como colateral. Imóvel comercial localizado em Belo Horizonte, (...), avaliado em R\$ 1,2 milhões”.

520 Essa aplicação que serviu de garantia às CCBs emitidas era em CDB do Bradesco de Rondon Pacheco Fonseca Pinto, sócio majoritário da GRP Investimentos, no valor de R\$ 1,5 milhões, apesar de constar no comprovante o valor líquido de R\$ 1,02 milhões.

521 Art. 110-B Os regulamentos dos fundos de que trata este Capítulo que exijam investimento mínimo, por investidor, de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), poderão prever: (...)

522 Artigo 8º - O Fundo mantém, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio investido em cotas. (...) Parágrafo Décimo Primeiro - É vedada a aplicação em cotas de fundos de investimentos de que trata o artigo 110B da Instrução CVM n.º 409

sobre os fatos relatados acima (fls. 123-130 e 133-138).

15. Em 10.11.2010, a GRP Investimentos encaminhou resposta em que reiterou os esclarecimentos expostos anteriormente, tendo também alegado que (fls. 131-132):

- i) a aplicação em CCBs de sua emissão decorreu de uma análise de crédito pautada em critérios sólidos e próprios, considerando a posição de sua equipe de avaliação, “sempre dentro de um critério objetivo, unânime e de absoluta higidez”;
- ii) as operações foram feitas de acordo com o regulamento, com o intuito de oferecer aos cotistas dos fundos uma condição privilegiada de retorno em face do risco analisado;
- iii) a instituição adotou o princípio da ampla transparência e os cotistas dos fundos estavam informados da existência das operações;
- iv) quanto ao possível desenquadramento da carteira do FIC, existia um “equivoco de texto” do regulamento, pois este fundo tinha um único cotista, que conhecia a carteira em que aplicava e concordava com os investimentos realizados;
- v) estava tomando as medidas cabíveis, junto ao administrador, para que esse erro material acima referido fosse corrigido; e
- vi) as operações com CCBs não causaram prejuízos aos cotistas dos fundos e ao mercado, e que pretendia convocar assembleias especificamente para a ratificação, pelos cotistas, dos atos de gestão praticados.

16. Em 14.1.2011, a BNY Mellon apresentou argumentos similares à GRP Investimentos quanto ao erro material do regulamento e à ausência de prejuízo aos cotistas e ao mercado, adicionando, em sua resposta, que (fls.139-141):

- i) a tarefa de seus administradores se restringia à análise formal da aquisição de CCBs e, considerando o regulamento do fundo e a regulação aplicável, a operação não continha nenhum vício; e
- ii) não houve desenquadramento da carteira do FIC, pois a sua real política de investimentos estava nos mecanismos de controles internos da administradora e da gestora, onde a vedação de aquisição de cotas de determinados fundos de investimento não estava inserida.

17. Em 31.1.2011, José Carlos Lopes Xavier de Oliveira protocolou expediente (fls. 142-143), no qual confirmou os termos da resposta encaminhada pela BNY Mellon, e, no dia 18.2.2011, a BNY Mellon enviou cópia das atas das assembleias gerais de cotistas do FIM GRP, FIA GRP e FIRF GRP, nas quais se deliberou pela ratificação dos atos praticados pela GRP Investimentos (fls. 144-164).

18. Cabe indicar, ainda, que, em 15.2.2011, o FIC-FI GRP realizou assembleia geral de

cotistas, em que se deliberou a ratificação dos atos praticados pela gestora e a alteração do art. 8º do regulamento do fundo, com vistas a retirar a vedação expressa do regulamento quanto à aplicação em fundos com aplicação mínima de R\$1 milhão, de que trata o art. 110-B da Instrução CVM n.º 409/04 (fls.148-150).

III. ACUSAÇÃO

19. Em decorrência dos fatos apurados, em 1.6.2011, a Superintendência de Relação com Investidores Institucionais (“SIN”), elaborou termo de acusação (fls. 192-213).

20. Segundo a área técnica, apesar de os regulamentos do FIM GRP, FIA GRP e FIRF GRP contemplarem a possibilidade de aquisição de CCBs de emissão de seu gestor, no presente caso se questiona, mais especificamente, a falta de cuidado da GRP Investimentos na compra de ativos de sua emissão para os fundos, assim como a suposta falha da BNY Mellon no que se refere ao seu dever de fiscalizar o gestor contratado.

21. A SIN indicou que é dever do administrador fiscalizar os serviços prestados por terceiros aos fundos, inclusive os serviços de gestão e indicou que, por óbvio, não se mostra razoável supor que todas as aquisições de ativos realizadas por todos os fundos sejam previamente analisadas pelo administrador. Não obstante, entendeu que não se exige que o administrador fiscalize tudo, mas que certamente as transações com partes relacionadas e com pouca liquidez – como no presente caso – deveriam estar no escopo do sistema de supervisão baseada em risco da BNY Mellon. Portanto, a SIN concluiu que houve a omissão da BNY Mellon quanto ao seu dever de fiscalizar o gestor contratado.

22. No que diz respeito à ratificação dos atos praticados pelo gestor, a SIN considerou que “estar de acordo ou tomar ciência de que um fundo aplica em ativo vedado por seu regulamento, não torna a aplicação regular”. Nessa mesma oportunidade, entendeu que a ausência de comunicação à CVM quanto ao descumprimento do regulamento também reflete as falhas da BNY Mellon em relação ao seu dever de supervisionar a atuação da gestora contratada e ainda quanto ao seu próprio dever de diligência em relação aos interesses dos cotistas e do fundo.

23. Nesse sentido, a SIN apurou que a GRP Investimentos não agiu com a diligência e o cuidado devidos no momento de aquisição das CCBs, seja em relação à mitigação de conflito de interesse, seja em relação à observância das garantias dadas aos ativos adquiridos. Quanto ao primeiro ponto, ressaltou-se que não houve preocupação da GRP Investimentos de se contratar entidade independente para proceder a sua análise de crédito, de forma a reforçar a tese do conflito de interesses. E, quanto ao segundo, a área técnica considerou que a ausência de formalização das garantias⁵²³ seria um forte indicativo da falta de cuidado na operação praticada pela GRP Investimentos.

523 De acordo com SIN, embora se tenha conferido, como garantia das CCBs, a hipoteca do imóvel em que a GRP está sediada em Belo Horizonte, o penhor de uma aplicação em CDB do Banco Bradesco S.A. pertencente a Rondon Pacheco Fonseca Pinto, e avais deste e de Ana Gabriela Barcellos Horta Fonseca Pinto, nos autos (fls. 36-39) consta que não se procedeu o registro da hipoteca no cartório de registro de imóveis e de que “não houve bloqueio do CDB de emissão do Banco Bradesco S/A pertencente ao sócio”

24. Quanto ao argumento utilizado pela GRP Investimento de que possuía capacidade de captar recursos a taxas mais atrativas que a dos financiamentos bancários através da emissão de CCBs, a SIN ressaltou que, de acordo com o Sistema de Informações de Crédito do Banco Central do Brasil, a gestora teve seu risco de crédito classificado como “C” em dois empréstimos tomados em abril e julho de 2010 – época da emissão. Em complemento, esclarece que “[e]mbora tais empréstimos tenham características distintas das CCBs, como datas, valores e prazos, verifica-se que suas taxas efetivas anuais eram de 91,20% e 80,83%, em muito superiores aos juros pagos pelas CCBs, que eram de 110% da variação do CDI”.

25. A acusação esclarece ainda que, apesar da decisão da gestora de se desfazer das CCBs e de tais operações não terem causado prejuízos aos fundos, os seus cotistas foram expostos a riscos de um ativo adquirido de forma irregular.

26. Por fim, no que se refere ao FIC-FI GRP, a área técnica destacou que, pelo menos de abril de 2009 a fevereiro de 2011, quando foi retirada do regulamento do FIC-FI GRP a vedação à aplicação em fundos com aplicação mínima de R\$1 milhão, entre 70 e 100% do patrimônio líquido desse fundo estiveram aplicados em cotas do FIRF GRP, que é um fundo de investimento de que trata o art. 110-B da Instrução CVM n.º 409/2004.

27. Neste ponto, apesar do gestor e do administrador terem justificado que existia um erro material no regulamento do FIC-FI GRP e que a real política de investimento do fundo se encontrava nos controles internos de ambas as instituições, a SIN entendeu que a política de investimento deveria constar do regulamento, visto que todo investidor que tenha a pretensão de ingressar em um fundo de investimento “tem acesso ao que é disponibilizado no regulamento do fundo, e não ao que eventualmente consta dos controles internos do gestor e do administrador”.

28. Além disso, a área técnica da CVM apontou que, mesmo que se aceitassem os erros materiais como justificativas plausíveis, as falhas são recorrentes entre os fundos administrados pela BNY Mellon, “tendo acontecido, pelo menos, em três ocasiões no período de pouco mais de um ano”.

29. Por esses motivos, a SIN propôs a responsabilização de: i) GRP Investimentos e de seu diretor Rondon Pacheco Fonseca Pinto, por infringirem os artigos 65, inciso XIII, e 65-A, inciso I, ambos da Instrução CVM n.º 409/2004, por falta de dever de diligência na aquisição de CCBs de sua emissão e por desrespeitarem o regulamento do FIC-FI GRP; e ii) BNY Mellon e de seu diretor José Carlos Lopes Xavier de Oliveira por violação aos artigos 65, inciso XV, e 65-A, inciso I, ambos da Instrução CVM n.º 409/2004, por não terem adotado a devida diligência na fiscalização (ii.a.) da aquisição das CCBs para as carteiras do FIM GRP, FIA GRP e FIRF GRP, e (ii.b.) da infração regulamentar do FIC-FI GRP.

IV. ANÁLISE DA PFE E INTIMAÇÕES

30. Após o exame da peça acusatória, a Procuradoria Federal Especializada (“PFE”)

entendeu estarem preenchidos os requisitos constantes do art. 6º, incisos I, II e V, da Deliberação CVM n.º 538/2008⁵²⁴, além de considerar que a diligência requerida para a obtenção da manifestação prévia dos investigados de que trata o art. 11 da Deliberação n.º 538/2008⁵²⁵ também fora atendida (fls. 185- 187).

31. Não obstante, a PFE entendeu haver necessidade de modificação do termo de acusação para o atendimento do disposto nos incisos III e IV do art. 6º da Deliberação CVM n.º 538/2008, com vistas a imputar à BNY Mellon a violação do art. 65, inciso XV, combinado com o art. 65-A, inciso I, ambos da Instrução CVM n.º 409/2004 (fls.188-189).

32. Em 13.4.2012, a SIN acatou as recomendações feitas pela PFE e elaborou novo termo de acusação (fls. 192-213), o qual foi considerado no presente relatório, e, em 14.6.2011, os acusados foram intimados para apresentar defesa (fls. 218-221).

V. DEFESAS

33. Em 19.8.2011, a BNY Mellon e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira apresentaram defesa conjunta (fls. 236-255), na qual repetiram os esclarecimentos anteriormente apresentados, acrescentando os seguintes argumentos:

i) os regulamentos dos fundos admitiam expressamente a aquisição das CCBs para as suas respectivas carteiras, de forma que, caso a BNY Mellon tivesse impedido às operações, não teria agido no interesse dos cotistas;

ii) considerando as deliberações em assembleia geral, em que houve a ratificação dos investimentos nas CCBs e a correção do regulamento do FIC-FI GRP, de forma unânime, pelos cotistas, parece exagerado imputar falha de conduta ou de supervisão por parte da BNY Mellon e de seu diretor, visto que, uma vez constatado o erro, o administrador atuou com diligência, no sentido de adequar o regulamento do fundo a sua real política de investimento, sem consequências ou riscos para os cotistas ou para o mercado;

iii) o administrador não pode substituir o gestor em seu papel, em especial no que se refere à conveniência da operação e as suas garantias;

iv) não há responsabilidade solidária entre o administrador e os demais prestadores de serviços dos fundos de investimento na esfera administrativa, cabendo à área técnica colher provas suficientes contra o administrador, o que

524 Art. 6º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar: I – nome e qualificação dos acusados; II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; e V – proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso.

525 Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso. Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.

não ocorreu no presente processo;

v) o termo de acusação tende ao exagero ao considerar três ocorrências pontuais como recorrentes, dentro de uma instituição que administra mais de 1,5 mil de fundos de investimento, e que processa e supervisiona milhares de operações diariamente, por meio de sistemas eficientes. Nessa hipótese, segundo a defesa, o problema não seria errar de forma pontual, em razão de uma falha do sistema, mas persistir no erro e não o corrigir prontamente;

vi) quanto às garantias, a defesa enfatizou que, no momento em que a BNY Mellon recebeu as operações de crédito privado para as carteiras dos fundos, não havia qualquer manifestação formal no sentido de constar a existência de gravame real, de sorte que não poderia supervisionar a constituição e posterior registro dos instrumentos de garantia, pois como eles nunca constaram formalmente dos documentos das operações, até o pedido de esclarecimentos pela CVM, a BNY Mellon e seu diretor sequer sabiam que tais ativos possuíam esse tipo de garantia; e

vii) não há materialidade quanto ao suposto desenquadramento da carteira do FIC-FI GRP, pois tratava-se de erro material, tanto que a assembleia geral de cotistas, posteriormente, corrigiu o erro e ratificou os atos do gestor.

34. Em 25.8.2011, a GRP Investimentos e Rondon Pacheco Fonseca Pinto apresentaram defesa conjunta (fls.262-284), na qual repetiram os argumentos anteriormente apresentados, alegando ainda que:

i) o fato de não existir uma classificação realizada por uma agência de rating não permitiria catalogar a conduta da GRP Investimentos e de seu diretor como negligente, visto que inexistia qualquer regulamentação que vedasse a realização de operações com aquelas características;

ii) no que diz respeito às garantias das CCBs, os títulos foram devidamente avalizados por Rondon Pacheco Fonseca Pinto, que possui patrimônio suficiente para adimplir as obrigações estabelecidas nos documentos;

iii) os interesses da emissora das CCBs e da gestora estavam alinhados e não apresentavam qualquer conflito prejudicial aos cotistas dos fundos ou ao mercado;

iv) a ratificação expressa dos investimentos em CCBs de emissão da GRP Investimentos é a maior prova de que não existia conflito de interesse entre a GRP Investimentos e os cotistas;

v) após serem formalmente comunicados da restrição equivocada do regulamento, os cotistas do FIC-FI GRP a retiraram de seu regulamento e ratificaram o investimento feito pela GRP Investimentos;

vi) a acusação não imputou nenhum fato específico e devidamente discriminado ao diretor responsável da GRP Investimentos, de forma a configurar o cerceamento do seu direito de defesa;

vii) a GRP vem investindo na ampliação da sua equipe dedicada à análise de crédito e na qualificação e preparação de seus analistas, além de outras iniciativas relacionadas.

35. Na mesma data, a GRP Investimentos e Rondon Pacheco Fonseca Pinto apresentaram proposta conjunta de celebração de termo de compromisso, em que se propuseram a pagar à CVM o valor de R\$30 mil (fl. 297-303).

36. O processo foi, então, encaminhado para o Colegiado (fl. 308) e, na reunião de 13.9.2011, foi distribuído ao relator (fl. 310).

37. Em reunião realizada em 19.10.2011, o Colegiado, acompanhando o entendimento exposto no parecer do Comitê de Termo de Compromisso, deliberou pela rejeição da referida proposta.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2013.

Otávio Yazbek
Diretor Relator

Voto do Diretor-Relator Otávio Yazbek

1. O presente processo trata de supostas irregularidades cometidas pela GRP Investimentos, na qualidade de gestora de determinados fundos⁵²⁶, e pela BNY Mellon, na qualidade de administradora desses mesmos fundos, por falha na fiscalização da atuação do gestor.

2. De acordo com a acusação, as irregularidades cometidas pela GRP Investimentos referem-se à: (i) aquisição de CCBs de sua própria emissão para as carteiras do FIA GRP, FIM GRP e FIRF GRP, sem a devida diligência e em conflito de interesses, o que caracteriza violação ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM n.º 409/2004; e (ii) aplicação, pelo FIC-FI GRP, em cotas de fundo previsto no art. 110-B da Instrução CVM n.º 409/2004, o que, por ser expressamente vedado pelo regulamento, caracterizaria violação aos artigos 65, inciso XIII, e 65-A, inciso I, ambos da Instrução CVM n.º 409/2004.

⁵²⁶ Como relatado, os fundos que são objeto do presente processo são os seguintes: FIM GRP, FIA GRP, FIRF GRP e FIC-FI GRP.

3. Ainda segundo a acusação, a BNY Mellon falhou por não ter fiscalizado a atuação da GRP Investimentos, conforme exige o art. 65, inciso XV, da Instrução CVM n.º 409/04, o que teria implicado violação também ao art. 65-A, inciso I, desta mesma instrução.

4. Passarei a analisar, em seguida, cada acusação separadamente, começando pelas aquisições das CCBs de emissão da GRP Investimentos.

I. AQUISIÇÃO DE CCBs DE EMISSÃO DA GRP INVESTIMENTOS

5. De acordo com a acusação, os seguintes elementos demonstrariam que a GRP Investimentos, ao adquirir as CCBs de sua emissão para as carteiras de fundos dos quais era gestora, teria atuado sem a diligência que se espera e em conflito de interesses:

i) a análise da operação foi feita internamente e não por terceiro independente;

ii) duas garantias das CCBs não foram formalizadas (CDB de emissão do Banco Bradesco S.A. pertencente ao sócio da GRP Investimentos e imóvel em que a sociedade está sediada em Belo Horizonte), o que certamente não ocorreria se outro gestor tivesse adquirido as CCBs; e

iii) de acordo com o Sistema de Informações de Crédito (“SCR”), do Banco Central do Brasil, a GRP Investimentos teve seu risco classificado como “C” em dois empréstimos tomados junto ao Banco Bradesco S.A. e contratados em abril e julho de 2010⁵²⁷.

6. Entendo que esses elementos, por si só, não são suficientes para caracterizar as infrações em questão.

7. De início, é importante destacar que os regulamentos do FIM GRP, FIA GRP e FIRF GRP continham previsão expressa autorizando a aquisição de títulos ou valores mobiliários de emissão da gestora, e que as CCBs de emissão da GRP Investimentos estavam enquadradas nos limites previstos pela Instrução CVM n.º 409/2004 e pelos regulamentos dos respectivos fundos⁵²⁸.

8. Portanto, conforme ressalta a área técnica, o que se questiona é a falta de cuidado na compra de ativos de sua emissão para os fundos em questão.

9. Especificamente com relação à ausência de formalização de algumas garantias, noto que a decisão de não formalizar tais garantias constou do relatório de Análise de Cré-

527 De acordo com a SIN, em seu termo de acusação, “[e]mbora tais empréstimos tenham características distintas das CCBs, como datas, valores e prazos, verifica-se que suas taxas efetivas anuais eram de 91,20% e 80,73%, em muito superiores aos juros pagos pelas CCBs, que eram de 110% da variação do CDI.”

528 As CCBs representavam 3,45%, 2,26% e 10,46% do patrimônio líquido do FIA, FIM e FIRF GRP, respectivamente. Apesar de os regulamentos do FIA e FIM GRP não constarem dos autos, a acusação confirma que os limites deles constantes eram respeitados. De acordo com os art. 86, inciso IV, e 87, inciso I, “h”, da Instrução CVM n.º 409/2004, os limites de concentração a serem observados são de 5% por emissor e de 20% por modalidade de ativo financeiro. Especificamente no caso do FIRF GRP, que exigia investimento mínimo de R\$1 milhão, seu regulamento dispensou, conforme autoriza o art. 110-B da Instrução CVM n.º 409/2004, a observância dos limites exigidos pelos artigos 86 e 87 da mesma Instrução, prevendo, no entanto, limite de 20% (para investimento em títulos e valores mobiliários emitidos pelo gestor), em seu art. 9º, § 1º.

dito emitido pelo gestor⁵²⁹ e, ainda, que nas cédulas das CCBs só é feita referência ao aval do Sr. Rondon Pacheco Fonseca Pinto e da Sra. Ana Gabriela Barcellos Horta Fonseca Pinto.

10. É importante observar, no entanto, que não existia, à época, qualquer norma que condicionasse a possibilidade de o gestor alocar CCBs de sua emissão, em fundo por ele gerido, (i) à constituição de garantias em determinado montante mínimo; (ii) à contratação de avaliação independente; e/ou (iii) ao atingimento de avaliação mínima de risco de crédito. Além disso, segundo se apurou, os regulamentos do FIA GRP, do FIM GRP e do FIRF GRP também não continham qualquer regra neste sentido, sendo que à época também inexistia orientação da CVM a respeito do assunto⁵³⁰.

11. Teria sido útil, para a análise da conduta da GRP Investimentos, se a acusação tivesse colhido mais informações a respeito dos procedimentos adotados pela gestora quando da aquisição de outras CCBs que integravam as carteiras dos fundos geridos pela GRP Investimentos. Nesse caso, talvez fosse possível constatar, de forma efetiva, se de fato a GRP Investimentos foi menos cuidadosa na análise e na aquisição de CCBs de sua emissão.

12. Não obstante, sem essa base de comparação mais concreta, e diante do conjunto de fatos disponíveis, entendo que não existem nos autos elementos suficientes a caracterizar a atuação irregular da GRP Investimentos.

13. Entendo também, por consequência lógica, que não houve falha da BNY Mellon ao permitir que a GRP Investimentos alocasse CCBs de sua emissão nas carteiras dos fundos por ela geridos.

14. Apesar de concordar com o entendimento da área técnica de que não cabe ao administrador avaliar previamente as operações realizadas pelo gestor, parece-me excessivo exigir, com a regulamentação hoje aplicável (e, principalmente considerando a ausência, à época, de recomendações ou interpretações), que o administrador possua sistema de supervisão baseado em risco para analisar determinados ativos das carteiras dos fundos que administre, como sugere a SIN. Ainda mais difícil é, no âmbito de um processo desta natureza, definir o que deveria ou não deveria ser prioridade em um sistema daquela estrutura.

15. Nesse sentido, a respeito dos contornos da função fiscalizadora do administrador, vale destacar o voto da Diretora Ana Novaes, no âmbito do PAS CVM n.º RJ

529 Nos termos do relatório emitido pelo gestor, “[e]stas garantias (imóvel+aplicação) não precisarão ser formalizadas em nenhuma das cédulas de crédito. O comitê entende que a GRP tem pleno interesse em estar adimplente com os pagamentos e não prejudicar a performance dos fundos, o que prejudicaria seus cliente e com isso resultados futuros.”

530 [5] Vale lembrar, no entanto, que justamente para suprir essa falta de orientação, em 23.6.2010, a SIN emitiu Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº02/2010, com algumas diretrizes recomendáveis para o atendimento ao dever de diligência exigido pelo art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM n.º 409/2004, dentre as quais constam, dentre outras sugestões, as seguintes: (i) a utilização de rating do ativo ou do emissor como informação adicional à avaliação dos riscos de crédito; (ii) nas operações com garantia real ou fidejussória, a descrição das condições aplicáveis ao seu acesso e execução, e a formalização de eventuais restrições ao exercício de direitos; e (iii) a reunião de documentação adicional

2012/6987, julgado em 13.8.2013:

“Conforme já destacado, não se exige que o administrador, para cumprir o disposto no art. 65, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04, fiscalize previamente a aquisição de determinado título ou valor mobiliário pelo gestor, muito menos que exerça um juízo prévio de valor dos títulos e/ou valores mobiliários que são selecionados pelo gestor. Espera-se, no entanto, que o administrador seja capaz de verificar, diariamente e após a liquidação das operações e a consolidação dos investimentos do fundo investido, o enquadramento da carteira às regras do regulamento e da regulamentação aplicável, como determina o artigo 88, §1º, da Instrução CVM nº 409/04. A função fiscalizadora do administrador se restringe à adequação dos atos do gestor às regras do regulamento do fundo e às demais normas vigentes, não entrando no mérito de seus atos”[os destaques não constam do original].

16. Diante do exposto, apesar de reconhecer o mérito da recomendação da área técnica, não me parece razoável reconhecer falha de fiscalização pela ausência de adoção de sistema de supervisão baseada em risco.

II. DESENQUADRAMENTO DO FIC-FI GRP

17. A segunda irregularidade imputada à GRP Investimentos e a seu diretor responsável deve-se ao fato de que o FIC-FI GRP possuía 72,25% de seu patrimônio líquido aplicado em cotas de fundo previsto no art. 110-B da Instrução CVM n.º 409/2004, o que era expressamente vedado pelo seu regulamento.

18. A BNY Mellon e o seu diretor responsável, por sua vez, foram acusados por terem se omitido diante de tal desenquadramento.

19. Tanto a GRP Investimentos quanto a BNY Mellon argumentaram que se tratou de erro material, pois a vedação constante do Regulamento não refletia a vontade dos cotistas do fundo. Além disso, e até como prova dessa afirmação, foi realizada assembleia geral em que os cotistas do FIC-FI GRP, por unanimidade, confirmaram que se tratava de equívoco, tendo deliberado pela exclusão da vedação e pela ratificação dos investimentos feitos até então.

20. A SIN não acatou o argumento, por entender que até que o erro fosse corrigido, o regulamento estava sendo descumprido, e, ainda, que a aprovação em assembleia não torna o investimento em ativo vedado regular. De acordo com a área técnica, “[é] o mesmo que admitir que o administrador (e o gestor), com a concordância dos cotistas, possa adquirir para o fundo ativos que não estejam previstos na legislação”.

21. Embora concorde com a primeira das afirmações da SIN, parece-me que a segunda precisa ser qualificada.

22. E isto porque se é verdade que a Instrução CVM n.º 409/2004 impõe determinados limites sobre os quais os regulamentos dos fundos não poderão livremente dispor, é igualmente verdade que, respeitadas algumas balizas, os regulamentos podem prever regras mais⁵³¹ ou menos⁵³² restritivas.

23. Nesse sentido, não me parece que possamos equiparar os chamados limites “disponíveis” com aqueles ditos “indisponíveis”.

24. De qualquer forma, acredito que, uma vez inserido um limite no regulamento, ele deve ser respeitado pelo gestor e fiscalizado pelo administrador. Entender diferente-mente significaria – e talvez tenha sido o que a SIN pretendia registrar na passagem acima transcrita – entender que os limites previstos no regulamento não precisam ser respeitados ou, pior, que a recorrente utilização da redação de um regulamento para se escrever outro – argumento cogitado pela defesa da GRP Investimentos e de seu diretor responsável – pode ser feita de maneira irresponsável.

25. E não é a alteração subsequente do regulamento que tem o condão de, no presente caso, afastar a responsabilidade dos acusados, já que, pelo menos até o momento dessa alteração, era indiscutível que o gestor não respeitava o limite estabelecido no regulamento e que o administrador não fiscalizava o seu cumprimento.

26. Isto não quer dizer, porém, que a reprobabilidade das condutas dos acusados no presente caso seja igual à que se verificaria se estivéssemos diante de um fundo com características distintas das do FIC-FI GRP⁵³³ ou, então, que é irrelevante o fato de o regulamento ter sido alterado ou, ainda, o fato de os cotistas terem reconhecido que se tratava de um erro material e terem ratificado as operações realizadas em descompasso com o regulamento.

27. Na verdade, reconheço que, se esses elementos não afastam a responsabilidade dos acusados, pelo menos são relevantes para fins da dosimetria da pena a ser aplicada.

28. Antes de concluir, porém, parece-me necessário explorar o argumento de que a acusação não imputou nenhum fato específico ao diretor responsável da GRP Investimentos e que, por conta disso, Rondon Pacheco Fonseca Pinto não poderia ser responsabilizado. O mesmo argumento poderia ser estendido à José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, que foi acusado na qualidade de diretor responsável da BNY Mellon. Contudo, como já tive a oportunidade de afirmar, “[a] lógica de se estabelecer focos de responsabilização – diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas também a de, com isso, criar estímulos

531 Nesse sentido, a título de exemplo, vide art. 88, §3º, Instrução CVM n.º 409/2004, que dispõe que “[o] regulamento pode reduzir, mas não pode aumentar, os limites máximos estabelecidos nos artigos 86 e 87 desta Instrução”. Os artigos 86 e 87 tratam, respectivamente, dos limites por emissor e ativos financeiros que devem ser observados.

532 Nesse sentido, a título de exemplo, vide art. 88, §3º, Instrução CVM n.º 409/2004, que dispõe que “[o] regulamento pode reduzir, mas não pode aumentar, os limites máximos estabelecidos nos artigos 86 e 87 desta Instrução”. Os artigos 86 e 87 tratam, respectivamente, dos limites por emissor e ativos financeiros que devem ser observados.

533 Aqui, refiro-me tanto ao fato de se tratar de fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, com investimento mínimo de R\$ 1 milhão, como, também, ao fato de o FIC-FI GRP ter apenas duas cotistas.

para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções”. E tais pessoas foram acusadas justamente por serem os responsáveis. Daí porque, em um cenário em que o fundo possuía 72,25% de seu patrimônio líquido investido em ativos vedados pelo seu regulamento, parece-me inafastável a conclusão de que esses acusados também devem ser responsabilizados.

III. CONCLUSÃO

29. Ante o exposto, e considerando os antecedentes dos acusados⁵³⁴, voto:

i) pela absolvição da GRP Investimentos e de seu diretor responsável, Rondon Pacheco Fonseca Pinto, e da BNY Mellon e de seu diretor responsável, José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, no que se refere a aquisição de CCBs de emissão da GRP Investimentos para as carteiras do FIA GRP, FIM GRP e FIRF GRP, em infração ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM n.º 409/2004;

ii) pela condenação da GRP Investimentos à pena de advertência, pela aplicação, pelo FIC-FI GRP, em ativos vedados pelo regulamento deste fundo, em infração aos arts. 65, inciso XIII, e 65-A, inciso I, ambos da Instrução CVM n.º 409/2004;

iii) pela condenação de Rondon Pacheco Fonseca Pinto à pena de advertência, por, na qualidade de diretor responsável da GRP Investimentos, permitir a aplicação, pelo FIC-FI GRP, em ativos vedados pelo regulamento deste fundo, em infração aos arts. 65, inciso XIII, e 65-A, inciso I, ambos da Instrução CVM n.º 409/2004;

iv) pela condenação da BNY Mellon à pena de multa no valor de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais), por ter falhado na fiscalização da GRP Investimentos no que se refere a aplicação, pelo FIC-FI GRP, em ativos vedados pelo regulamento deste fundo, em infração aos arts. 65, inciso XV e 65-A, inciso I, da Instrução CVM n.º 409/2004; e

v) pela condenação de José Carlos Lopes Xavier de Oliveira à pena de multa no valor de R\$25.000,00 (vinte e cinco mil reais), por, na qualidade de diretor responsável da BNY Mellon, ter permitido a falha na fiscalização da GRP Investimentos no que se refere a aplicação, pelo FIC-FI GRP, em ativos vedados

⁵³⁴ BNY Mellon e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira foram condenados no âmbito do PAS CVM n.º RJ 2012/6987, cuja decisão transitou em julgado depois da decisão do Colegiado da CVM de 13.8.2013, que foi publicada em 5.9.2013. A BNY Mellon também foi condenada no âmbito (i) do PAS CVM n.º RJ 2007/9559, cuja decisão transitou em julgado depois da decisão do CRSFN de 27.10.2010, publicada em 26.11.2010, (ii) do PAS CVM n.º RJ 2002/6413, cuja decisão transitou em julgado depois da decisão do Colegiado de 14.12.2005, que foi publicada em 20.2.2006, e (iii) do PAS CVM n.º RJ 2003/13021, cuja decisão transitou em julgado depois da decisão do CRSFN de 13.2.2012, publicada em 13.3.2012 – o julgamento do Colegiado foi em 31.7.2007 e a decisão publicada em 19.9.2007. José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, por sua vez, também foi condenado no âmbito do PAS CVM n.º RJ 2006/1122, cuja decisão transitou em julgado depois da decisão da SIN de 7.6.2006, que foi publicada em 14.6.2006.

pelo regulamento deste fundo, em infração aos arts. 65, inciso XV e 65-A, inciso I, da Instrução CVM n.º 409/2004.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2013.

Otávio Yazbek
Diretor Relator

Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/4517 realizada no dia 17 de dezembro de 2013.

Senhor Presidente, eu acompanho o voto do Relator.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor

Manifestação de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/4517 realizada no dia 17 de dezembro de 2013. Senhor Presidente, eu também acompanho o voto do Relator.

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes
Diretora

Manifestação de voto da Diretora Luciana Dias na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/4517 realizada no dia 17 de dezembro de 2013.

Eu acompanho o voto do Relator, senhor Presidente.

Luciana Dias
Diretora

Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/4517 realizada no dia 17 de dezembro de 2013.

Eu também acompanho o voto do Relator e proclamo o resultado do julgamento, em queo Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu por absolvições e pela aplicação de penalidades de advertência e de multas pecuniárias, nos termos do voto do Relator.

Encerro a Sessão, informando que os acusados punidos poderão interpor recurso voluntário ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e que a CVM in-

terporá recurso de ofício das decisões absolutórias ao citado Conselho de Recursos.

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente

24.12. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/5652

Assunto: Possibilidade de unificação de ofertas públicas de aquisição de ações que visem, cumulativamente, à saída de nível de listagem que assegura práticas diferenciadas de governança corporativa e ao cancelamento de registro de companhia aberta.

Diretora Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Relatório

1. Este processo foi instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE em função de consulta formulada pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP⁵³⁵ àquela área técnica, solicitando a manifestação da SRE quanto à possibilidade de unificação de ofertas públicas de aquisição de ações que visem, cumulativamente, à saída de nível de listagem que assegura práticas diferenciadas de governança corporativa⁵³⁶ (“Saída de Nível”) e ao cancelamento de registro de companhia aberta (“Cancelamento de Registro”).

2. NET Serviços de Comunicação S.A. (“NET”) e Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A. (“CCDI”) protocolizaram pedidos de registro de OPAs⁵³⁷ que visavam tanto à Saída de Nível quanto ao Cancelamento de Registro. A OPA originalmente proposta pela NET visava, ainda, atender à regra do art. 254-A (OPA por Alienação de Controle).

3. Em linhas gerais, as ofertas propostas por NET e CCDI seguiam o formato de OPAs Unificadas⁵³⁸ aprovadas anteriormente pela SRE e pelo colegiado da CVM⁵³⁹, que não

535 MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº63/2012.

536 Para fins deste processo, são considerados somente o Nível 2 e o Novo Mercado da BM&Fbovespa, dado que o regulamento de listagem no Nível 1 não possui a obrigação de realização de OPA no caso de saída daquele nível diferenciado de listagem

537 Processos CVM nº RJ-2012-6422 e CVM nº RJ-2012-4293, respectivamente

538 Utilizarei a expressão OPA Unificada para me referir a uma oferta que vise a mais de uma finalidade de OPA.

539 O pedido foi feito em quatro oportunidades, tendo sido sempre deferido pela CVM; Os precedentes são: (1) OPA Unificada de Pearson Sistemas do Brasil S.A. para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ-2010- 14993 – decisão de 1/2/2011; (2) OPA Unificada de Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S.A. para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ-2010-11232 – decisão de 16/11/2010; (3) OPA Unificada de GVT Holding S.A. para quatro finalidades (por alienação de controle, por aumento de participação, para saída do Novo Mercado, e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ-2009-11570 – decisão de 23/3/2010; e (4)

observaram qualquer quórum de adesão para que fosse possível a Saída de Nível, caso o quórum de Cancelamento de Registro não fosse alcançado.

4. Em 02.05.2012, Mauá Orion Equity Hedge Master Fundo de Investimento Multi-mercado (“Fundo Mauá Orion”), na qualidade de acionista da NET, apresentou reclamação contra o formato de OPA proposto pela NET⁵⁴⁰. De acordo com o Fundo Mauá Orion, a cumulação das OPAs de Cancelamento de Registro e Saída de Nível, na forma proposta pela NET serviria como um mecanismo indevido de pressão aos acionistas minoritários, que seriam coagidos a aceitar os termos da oferta ainda que não concordassem com o preço que lhes foi ofertado. Nas palavras do reclamante:

“A Instrução CVM nº 361/2002, ao tratar das ofertas unificadas, deixa claro em seu artigo 34, §2º, que ‘a CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.

O dispositivo é, portanto, claro, ao estabelecer a orientação que esta CVM deve seguir no contexto de qualquer análise de pedido de registro de OPA Unificada. No caso específico sob discussão, além dos requisitos regulares previstos na Instrução CVM nº 361/2002 e da compatibilização dos procedimentos das ofertas de cancelamento de registro e descontinuidade da listagem no Nível 2, a OPA pretendida não pode contemplar regras que signifiquem, na prática, condições piores que aquelas que lhes seriam oferecidas na hipótese de não unificação de OPA. Em outras palavras: se a unificação for importar em prejuízo, não poderá ser aprovada pela CVM.

No caso presente, é óbvia a intenção do controlador de utilizar a unificação das ofertas como instrumento de pressão para que os minoritários aceitem o cancelamento. (...)

Caso o cancelamento de registro não obtenha a aceitação mínima de 2/3 das ações em circulação, basta que o controlador já tenha aprovado, em assembleia, a saída no Nível 2, para que a companhia não mais participe do segmento especial de listagem (sujeito, evidentemente, aos procedimentos de saída). Ao aprovar as duas propostas simultaneamente, o minoritário passa a ter de fazer a seguinte escolha: (i) vender sua participação na companhia no contexto do fechamento de capital, ou (ii) ficar em uma companhia aberta, porém sem práticas diferenciadas de governança, com todos os óbvios reflexos negativos em termos de valor e liquidez.

OPA Unificada de Anglo Ferrous Brazil S.A. (anteriormente denominada IronX Mineração S.A.) para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro) – Processo nº RJ- 2008-7781 – decisão de 7/10/2008.

540

Processo CVM nº RJ-2012-5162, em trâmite perante a SEP.

A intenção do acionista controlador é, evidentemente, o cancelamento de registro. Trata-se de um objetivo perfeitamente lícito e compreensível. Pode até, a rigor, ser do interesse da companhia, seja pela eliminação de custos típicos de companhia aberta, seja por não haver pretensão de realizar emissões no futuro, seja por possível dificuldade em manter níveis mínimos de liquidez.

(...)

Ocorre que, conforme se depreende da proposta submetida e aprovada pelo acionista controlador na Assembleia, a decisão do acionista controlador não se baseará simplesmente no valor oferecido, como deve ser o caso em uma proposta de fechamento de capital. Por ter sido aprovada a descontinuidade da listagem no Nível 2, os destinatários da oferta de cancelamento de registro já sabem que, uma possível rejeição da OPA de cancelamento de registro pode lhes significar a titularidade de ações de uma companhia em condições substancialmente distintas, com práticas de governança e transparência de qualidade inferior.

Vê-se, assim, que o controlador não poderia ter incluído na pauta da Assembleia, e muito menos ter aprovado, a descontinuidade das práticas diferenciadas de governança corporativa do Nível 2. Este item foi incluído com o objetivo único de apresentar forte desincentivo, uma autêntica ameaça aos destinatários da oferta, que dificilmente decidirão de forma livre, analisando o preço exclusivamente em função do valor da companhia, como deveria ser. Trata-se, à toda prova, de um expediente encontrado pelo acionista controlador para fazer tábula rasa da garantia legal prevista no art. 4º-A da lei das S.A..

Não se pode permitir, portanto, que prevaleça a aprovação da descontinuidade da listagem no Nível 2 através de OPA que seria realizada de forma unificada àquela destinada ao cancelamento do registro de companhia aberta.

O voto do acionista controlador em favor da descontinuidade do Nível 2 não tem outra finalidade senão a de melhorar o prognóstico de sucesso de proposta de seu interesse, qual seja, a de fechar o capital da companhia.

(...)

Portanto, como esclarecido acima, ao unificar uma oferta, o ofertante deveria, como forma de se assegurar tratamento equitativo aos acionistas destinatários, seguir os procedimentos da oferta que possuir critérios mais rigorosos, ficando a unificação sujeita à inexistência de prejuízo aos seus destinatários (...)."

5. A reclamação do Fundo Mauá Orion estava em linha com o posicionamento da Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC, que em 10.04.2012 divulgou Deliberação⁵⁴¹ com o seguinte teor:

“A saída de uma companhia níveis diferenciados de governança corporativa está sujeita a regime, em princípio, diverso, porém complementar ao das ofertas públicas (OPA) reguladas pela IN CVM 361, com condicionantes muito diferentes. A deslistagem dos níveis diferenciados de governança corporativa é decidida em assembleia de acionistas, vinculada à realização de OPA na qual todos os acionistas tenham direito de vender suas posições ao valor econômico. Já as ofertas tradicionais, reguladas pela IN 361, visam proteger o acionista contra o chamado “fechamento branco de capital”, impondo restrições no caso do não atingimento de percentual de 2/3 das ações em circulação.

A Amec, após diversos debates internos e ativa interação com outras entidades do mercado de capitais, está convencida de que a eventual oferta unificada para cancelamento de registro de companhia aberta, feita de forma conjunta com a saída dos níveis diferenciados de governança corporativa, deve estar sujeita aos critérios mais restritos dentre aqueles listados pelas normas regulatórias e autorregulatórias a que estão sujeitas tais companhias, sendo a estrita observância a tais normas a melhor forma de propiciar a devida proteção aos acionistas, investidores e, em última análise, ao mercado mobiliário brasileiro como um todo. O atingimento de ambos os objetivos deve, portanto, ficar sujeito a (1) aprovação em assembleia e (2) aceitação da oferta por mais que 2/3 as ações em circulação.

Caso a segunda condição não seja atingida, não deve ser permitido nem o cancelamento do registro, nem a saída dos níveis diferenciados de governança corporativa, e a aquisição de ações deve estar limitada a 1/3 das ações em circulação, na forma da IN CVM 361. Interpretação diferente ensejaria a possibilidade de “fechamento branco de capital” em empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa, com pesadas conotações negativas para o mercado. Caso a fração de 2/3 não seja obtida, é facultado ao ofertante, contudo, executar uma segunda oferta, com o objetivo exclusivo de promover a deslistagem dos níveis diferenciados de governança corporativa. Neste momento, a deslistagem pode ocorrer com qualquer nível de adesão à oferta – e a mesma pode contar com a isenção dos limites quantitativos supramencionados, conforme previsto no Artigo 35 da IN CVM 361. Permanece a necessidade de nova decisão em assembleia, tendo em vista as prováveis alterações na base acionária depois da primeira oferta.

A Amec alerta, porém, que a deliberação assemblear sobre a saída dos níveis diferenciados de governança corporativa está sujeita a todas as regras societá-

541 Disponível em <http://www.amecbrasil.org.br/mercadodecapitais/informativos/noticias/comunicado-ao-mercado.html>. Acesso em 22.10.2012.

rias do País, inclusive o Artigo 115 da Lei 6.404. Neste sentido, todo acionista que votar a favor da saída dos níveis diferenciados de governança corporativa deve poder comprovar, antecipadamente, que este voto é proferido no interesse da companhia, e não no interesse do acionista – seja ele controlador/ofertante, ou minoritário/vendedor.

A autoridade competente para julgar a justificativa do voto pela saída dos níveis diferenciados de governança corporativa é a Câmara de Arbitragem do Mercado, em cuja extrema especialização e isenta atuação repousa a esperança de uma atuação preventiva na defesa dos interesses do mercado de capitais brasileiro.”

6. Instada pela área técnica a se manifestar, a NET alegou o seguinte:

“63. (...) a questão da cumulação das ofertas se justifica por uma questão de redução dos custos inerentes a realização de uma oferta pública.

64. Com efeito, a realização de duas novas ofertas públicas – procedimentos custosos que envolvem, dentre outros, a elaboração de laudos, contratação de assessores financeiros e legais, pagamento de taxas – para adquirir uma quantidade tão pequena de ações, seria completamente injustificável e terminaria por trazer um ônus significativo e desnecessário para os acionistas do controlador da NET, que, como se sabe, também é uma companhia aberta.

65. Nessa linha, é importante notar que a própria Instrução CVM nº 361/2002, em seu artigo 34, §1º, I, prevê a “concentração extraordinária” de ações como exemplo de situação excepcional que pode ensejar a dispensa ou aprovação de procedimento diferenciado para realização de oferta pública⁵⁴².

66. Ora, no caso da NET, o baixo float seria razão mais do que suficiente para permitir a adoção de procedimento diferenciado, que consistisse na permissão para cumulação das ofertas públicas para saída do Nível 2 e para cancelamento de registro

67. Como se não bastasse isso, a possibilidade de cumulação das ofertas públicas da companhia para saída do Nível 2 e para cancelamento de registro encontra guarida também no artigo 34, §2, da Instrução CVM nº 361/2002, que expressamente prevê a possibilidade de unificação de ofertas, desde que: (a) seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA; e (b) não haja prejuízo para os destinatários da oferta.⁵⁴³

⁵⁴² Artigo 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso. §1º São exemplos das situações excepcionais referidas no caput aquelas decorrentes: I - de a companhia possuir concentração extraordinária de suas ações, ou da dificuldade de identificação ou localização de um número significativo de acionistas.

⁵⁴³ Artigo 34, §2º A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de

68. No caso aqui debatido, há pleno atendimento aos pressupostos previstos no citado artigo 34, §2, da Instrução CVM nº 361/2002, em que pese as infundadas alegações constantes da Reclamação acerca da existência de prejuízo para os destinatários da oferta.

69. De fato, a Reclamação é permeada de afirmações que relacionam a realização de oferta pública unificada a ‘prejuízos’, ‘pressão’ ou até ‘abuso’, sem que seja exposto de forma minimamente coerente por que este procedimento seria prejudicial aos destinatários da oferta. Isso decorre do simples fato de que inexistente qualquer dano, mas apenas uma tentativa dos Reclamantes de tumultuar o processo que se encontra em curso.

70. Nesse sentido, é simples se demonstrar que a realização de oferta pública para cancelamento de registro, seguida de uma nova oferta pública para saída do Nível 2 – conforme proposto pelos Reclamantes – não modifica em nada a situação que os destinatários da oferta enfrentariam na hipótese de realização de oferta pública unificada.

71. Nota-se que, em qualquer dos dois casos, após a realização de uma ou de duas ofertas, conforme o caso, as alternativas dos acionistas minoritários permanecem as mesmas: (a) ou se juntam em bloco e impedem o cancelamento de registro, permanecendo acionistas de uma companhia que se encontra fora do Nível 2 – como resultado da oferta pública unificada ou da oferta pública para saída do Nível 2, conforme o caso; ou (b) alienam suas ações por preço justo, calculado de acordo com as normas previstas na Lei 6.404/76, na Instrução CVM nº 361/2002 e no Regulamento do Nível 2.

72. É certo assim que a realização de oferta pública unificada da NET em nada compromete, ou embaraça, a regular defesa dos acionistas minoritários que, confrontando seus interesses com os da companhia, resolvam preservar os primeiros, ainda que, para isso, tenham que se utilizar de subterfúgios, como é o caso típico desta Reclamação.

73. A realização de oferta pública unificada igualmente não representa prejuízo financeiro para os acionistas minoritários, na medida em que será oferecido aos destinatários da oferta o maior dentre os preços calculados de acordo com as regras específicas aplicáveis às ofertas públicas por alienação de controle, às ofertas públicas para saída do Nível 2 e às ofertas públicas para cancelamento de registro. (...)”.

7. Os argumentos do Fundo Mauá Orion e da Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC foram acolhidos pela SRE, que no MEMO/SRE/GER-1/ Nº 58/2012 reviu o seu entendimento e se manifestou contrariamente à possibilidade de se unificar ofertas que tenham cumulativamente as finalidades de Saída de Nível e

OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.

de Cancelamento de Registro, nas condições observadas nos precedentes, sobretudo quanto à ausência de qualquer quórum de sucesso para a Saída de Nível e à inobservância para a aquisição dos limites de 1/3 e 2/3, previstos nos incisos I e II do art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002. Segundo a área técnica:

“Dadas as características apontadas acima para cada OPA (Cancelamento de Registro e Saída de Nível), reiteramos não ser adequada a realização de uma única oferta visando a essas duas finalidades, da forma como se procederam as ofertas mencionadas nos precedentes acima, que não observaram qualquer quórum de adesão para que fosse possível a Saída de Nível, caso o quórum de Cancelamento de Registro não fosse alcançado.

Isso porque estaríamos diante de uma situação em que outro fator (o temor pela Saída de Nível) influenciaria indevidamente os acionistas objeto de uma OPA para Cancelamento de Registro a “vender suas ações mesmo quando ele acredita que o preço oferecido é insuficiente”, por saber “que o resultado da oferta – sobre o qual ele, sozinho, tem pouca influência – pode (...) afetar negativamente o valor das ações que não forem adquiridas na OPA (...)”, conforme consta do Edital 02/2010.

Tais acionistas estariam coagidos a aderir à oferta unificada, não por concordarem, necessariamente, com o cancelamento de registro da companhia objeto ou com o preço ofertado na mesma (...), mas por temerem permanecer numa companhia que já estaria apta a sair do segmento diferenciado de governança corporativa, independentemente do quórum de aceitação obtido na OPA.

O referido temor encontra fundamento na presunção de que o mercado atribuiria maior valor às ações de companhia listada em segmento diferenciado de governança corporativa da BM&FBovespa, e que tal valor seria afetado negativamente em caso de descontinuidade.

Nesse caso, a possibilidade da opção de venda constante do § 2º do art. 10 da Instrução CVM nº 361/2002 não teria qualquer influência, pois a preocupação dos acionistas objeto permaneceria, qual seja, a de que a oferta não alcançasse o quórum de aceitação para o Cancelamento de Registro (inciso II do art. 16 da Instrução CVM nº 361/2002), caso em que o acionista remanescente teria o direito à referida opção, mas ainda assim já estaria apta a sair do segmento diferenciado de governança corporativa.

Em suma, a coerção aos acionistas objeto de OPA para Cancelamento de Registro, que a CVM procura minimizar no estabelecimento das regras que publica, estaria presente nos casos de realização de uma única oferta que visasse às duas finalidades cumulativamente, sem que a Saída de Nível carecesse do mesmo quórum de sucesso previsto para o Cancelamento de Registro (inciso II do art. 16 da Instrução CVM nº 361/2002), caracterizando-se em prejuízo

aos titulares de ações em circulação, em desacordo com o que preceitua o § 2º do art. 34 da norma.

Provocando uma forte adesão à oferta por parte dos acionistas objeto, esse fenômeno da coerção favoreceria ao ofertante na consecução de seu objetivo, o cancelamento de registro da companhia, sem, contudo, observar ao princípio da necessidade de se “assegurar tratamento equitativo aos destinatários”, a fim de que possam tomar “uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA”, nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM nº 361/2002.”

8. Diante do exposto, a SRE propõe que as OPAS Unificadas que visem ao Cancelamento de Registro e à Saída de Nível somente sejam aprovadas caso “as condições mais protecionistas de cada modalidade de OPA fossem preservadas, com vistas a atender ao disposto no § 2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002”.

9. Posteriormente, NET e CCDI reformularam as suas propostas de OPA. A NET propõe realizar uma única OPA por Alienação de Controle e para Saída de Nível enquanto a CCDI realizou uma OPA apenas para Cancelamento de Registro⁵⁴⁴. Embora não existissem outros pedidos de registro de OPA Unificada que visem, cumulativamente, à Saída de Nível e ao Cancelamento de Registro, a SRE, através do MEMO/SRE/GER-1/Nº 65/2012, solicitou que o Colegiado da CVM manifestasse seu entendimento quanto à possibilidade ou não de se realizar uma OPA Unificada para essas duas modalidades, “tendo em vista a relevância do tema e a expectativa de eventuais pleitos futuros”.

Voto da Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

I. Introdução

10. A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE solicitou que o Colegiado da CVM manifestasse seu entendimento quanto à possibilidade de realização de uma única oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) que vise, cumulativamente, ao cancelamento de registro de companhia aberta (“Cancelamento de Registro”) e à saída de nível de listagem que assegura práticas diferenciadas de governança corporativa (“Saída de Nível”).

11. Os requisitos estipulados nos regulamentos de listagem do Nível 2 de Governança Corporativa e do Novo Mercado para a Saída de Nível⁵⁴⁵ são, como se sabe,

544 No dia 02.10.2012, a CCDI publicou Fato Relevante informando que sua acionista controladora, Camargo Corrêa S.A., havia concluído com sucesso a OPA para Cancelamento de Registro.

545 A Saída de Nível é tratada na Seção XI de ambos os Regulamentos de Listagem, que possuem redações virtualmente idênticas e oferecem o mesmo grau de proteção aos minoritários.

substancialmente menos onerosos para o ofertante do que aqueles estipulados na Lei 6.404/76 e nas Instruções CVM 361/2002 e 480/2009 para o Cancelamento de Registro. Com efeito, a Saída de Nível pode ser implementada independentemente da aprovação dos acionistas minoritários, desde que (1) a operação seja submetida à assembleia geral (na qual o controlador poderá votar) e (2) o controlador ou a companhia lance uma oferta pública a todos os demais detentores de ações da companhia pelo valor econômico⁵⁴⁶, a ser determinado por instituição financeira escolhida pelos minoritários em assembleia geral, dentre três nomes indicados pelo conselho de administração. Por fim, os Regulamentos de Listagem do Nível 2 e do Novo Mercado exigem que o conselho de administração apresente parecer prévio fundamentado sobre a OPA, manifestando opinião favorável ou contrária à aceitação da oferta pública de aquisição, bem como o seu entendimento quanto: (i) à conveniência e oportunidade da oferta quanto ao interesse do conjunto dos acionistas e em relação à liquidez dos valores mobiliários de sua titularidade; (ii) às repercussões da oferta sobre os interesses da companhia; (iii) aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à companhia; e (iv) outros pontos que considerar pertinentes⁵⁴⁷.

12. Já o Cancelamento de Registro somente pode ser implementado caso seja precedido de uma OPA, a preço justo, tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia objeto. Exige-se, ainda, que acionistas titulares de mais de 2/3 das ações em circulação⁵⁴⁸ vendam suas ações na OPA ou concordem expressamente com o Cancelamento de Registro. Por fim, estabeleceu-se uma série de salvaguardas visando proteger os minoritários contra o Cancelamento de Registro, dentre as quais o direito de solicitar um novo laudo (art. 4-A da Lei 6.404/76⁵⁴⁹), mecanismos de proteção à liquidez (art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002⁵⁵⁰) e uma opção de venda para os

546 Vide Seção X de ambos os Regulamentos de Listagem.

547 Respectivamente, item 5.8 do Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa e item 4.8 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado. Os dois dispositivos possuem a mesma redação.

548 Apenas para este efeito são consideradas “em circulação” apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA, na forma do art. 22 da Instrução CVM 361/2002

549 Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º. § 1º O requerimento deverá ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias da divulgação do valor da oferta pública, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo os acionistas referidos no caput convocar a assembleia quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 (oito) dias, ao pedido de convocação. § 2º Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria. § 3º Os acionistas que requererem a realização de nova avaliação e aqueles que votarem a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública. § 4º Caberá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no art. 4º e neste artigo, e fixar prazos para a eficácia desta revisão.

550 Art. 15. Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá: I - adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, observado, se for o caso, o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 37; ou II - desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação.

acionistas destinatários que não alienarem suas ações na OPA (put) (art. 10, § 2º da Instrução CVM nº 361/2002⁵⁵¹).

13. As últimas propostas de realização de uma única OPA que visavam, cumulativamente, ao Cancelamento de Registro e à Saída de Nível Diferenciado de Listagem foram objeto de forte reação por parte de minoritários, que alegaram que a aglutinação das duas modalidades de oferta resultaria em uma oferta coercitiva. A alegada coerção adviria do fato de que os minoritários tenderiam a aceitar o Cancelamento de Registro uma vez que a Saída de Nível, contra qual não podem se opor, iria diminuir o valor de suas ações.

14. Revendo o posicionamento anteriormente esposado pela própria área técnica e referendado por este Colegiado⁵⁵², a SRE concordou com os argumentos trazidos pelos reclamantes e propôs que a concessão de registro para uma OPA Unificada que vise ao Cancelamento de Registro e à Saída de Nível passe a ser condicionada à formulação de uma oferta que mantenha as condições mais protecionistas de cada uma das modalidades de OPA que o ofertante pretender aglutinar. Até hoje, a CVM permitiu a unificação de OPAs para Cancelamento de Registro e Saída de Nível que mantivessem, para cada modalidade, os seus próprios requisitos

15. Embora entenda que a aglutinação de OPAs que visem à Saída de Nível e ao Cancelamento de Registro possa, em determinadas circunstâncias, ser percebida com o intuito de coagir os minoritários a aceitarem o fechamento de capital, acredito que a medida adequada para solução desse potencial problema não é a proibição das OPAs Unificadas ou mesmo na imposição da exigência de que a OPA Unificada contenha os requisitos mais rigorosos de cada uma das modalidades. II. Requisitos para realização de uma OPA Unificada: Exegese do §2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002

16. Os requisitos para a realização de uma OPA Unificada encontram-se fixados no §2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002, segundo o qual “a CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidade de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta”. Da leitura do referido dispositivo depreende-se existir duas pré-condições para a unificação de mais de uma modalidade de OPA em uma única oferta, quais sejam: (i) a OPA Unificada deve compatibilizar os procedimentos de cada uma das modalidades que abarcar, e (ii) a unificação não pode causar prejuízo aos destinatários da oferta.

551 Art. 10, §2º Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, constará declaração do ofertante de que, caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos: I – exercício da faculdade pelo acionista; ou II – pagamento aos demais acionistas que aceitaram a OPA, no caso de OPA com pagamento a prazo.

552 Processos CVM nº RJ-2010-14993, RJ-2010-11232, RJ-2009-11570 e RJ- 2008-7781, referidos em mais detalhes na nota de rodapé nº 5 supra.

17. Entendo que o primeiro e o segundo requisitos são complementares, cuidando o primeiro dos aspectos formais (procedimentos), e o segundo, dos resultados concretos da unificação (substância⁵⁵³).

II.1. Compatibilização dos procedimentos

18. Em primeiro lugar, o art. 34, §2º da Instrução CVM nº 361/2002 determina que modalidades distintas de OPA somente podem ser aglutinadas caso os seus procedimentos possam ser compatibilizados. Afinal, as diferentes modalidades de OPA possuem ritos e requisitos diferenciados em razão das circunstâncias e desafios que lhes são peculiares e a unificação não deve frustrar as proteções específicas de cada rito.

19. O que significa a compatibilização de procedimentos? Focando por ora somente no aspecto procedimental, entendo que uma OPA Unificada pode, a princípio, prever procedimentos diferenciados para cada modalidade, desde que determinado procedimento não frustre os objetivos do procedimento estipulado para a outra OPA. De acordo com o Dicionário Aurélio, são compatíveis elementos que podem coexistir, que sejam conciliáveis. Assim, a exigência de compatibilização de procedimentos não se traduz necessariamente na obrigatoriedade que a oferta adote um único procedimento para todas as modalidades de OPA que serão unificadas. Disso decorre, também, que em uma OPA Unificada, algumas modalidades podem ser bem sucedidas e outras não.

20. Nesse ponto, portanto, discordo das manifestações do Fundo Mauá Orion, da AMEC e da própria SRE, que defendem que na unificação das OPAs para Cancelamento de Registro e para Saída de Nível deve-se adotar as condições mais protecionistas de cada modalidade de OPA. No meu entender, a exigência de que os procedimentos de cada uma das modalidades de OPA sejam compatibilizados na OPA Unificada não se traduz na obrigação de formatar uma oferta que reúna as cláusulas mais benéficas aos destinatários, mas sim na exigência de que a aglutinação não inviabilize os requisitos estabelecidos na lei, nos normativos da CVM ou nos regulamentos de listagem para cada modalidade de OPA – que visam, repito, enfrentar os problemas específicos de cada oferta. A unificação das OPAs será a solução mais eficiente (produzindo um ótimo de Pareto⁵⁵⁴) e deverá ser autorizada quando estivermos diante de uma situação em que é possível gerar um benefício para o ofertante sem qualquer prejuízo para os destinatários da OPA.

21. Feitos esses comentários de cunho conceitual, passo a analisar se os requisitos para a Saída de Nível estipulados nos Regulamentos de Listagem dos Níveis Diferenciados são incompatíveis com os procedimentos para Cancelamento de Registro estipulados na Lei 6.404/76 e na Instrução CVM nº 361/2002, ou se ambos podem coexistir no âmbito de uma única oferta.

553. Naturalmente, essa análise substancial não abrange o mérito da operação ou as condições negociais propostas, limitando-se a averiguar se a operação, como um todo, gera algum prejuízo para os investidores.

554. O Ótimo de Pareto ocorre quando não se pode melhorar o bem-estar de alguém sem prejudicar o de outrem. Assim, a situação na qual o ofertante pode diminuir o custo de uma OPA sem prejudicar os acionistas minoritários não seria uma situação Ótima de Pareto.

22. Vejo um único conflito entre a exigência feita nos Regulamentos de Listagem do Nível 2 e do Novo Mercado e a regra para Cancelamento de Registro do art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002. A OPA para Saída de Nível é destinada a todos os minoritários, que terão o direito de vender as ações ao ofertante independentemente da adesão dos demais acionistas. Já a regra do art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002 determina que caso a OPA seja aceita por mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, o ofertante somente poderá adquirir até 1/3 das ações ou desistir da oferta⁵⁵⁵. Assim, para satisfazer a OPA para Saída de Nível, se o mercado adere com fração entre 1/3 e 2/3 das ações em circulação, o ofertante terá que adquirir exatamente a quantidade ofertada, o que não é possível na OPA para cancelamento de registro na qual o ofertante ficaria restrito a adquirir 1/3 das ações em circulação. Observe-se que impedir numa OPA de Saída de Nível a compra da totalidade das ações ofertadas pelo mercado significaria impor ao acionista minoritário uma perda patrimonial referente à perda do “prêmio” pago pela listagem em segmento nobre daquelas ações que não fossem adquiridas devido à regra limitando a compra a 1/3.

23. Em razão do art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002, a OPA para Saída de Nível somente poderia ser realizada (a) através de uma oferta condicionada à aceitação de menos de 1/3 ou de mais de 2/3 das ações em circulação ou (b) caso as exigências de limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas sejam previamente dispensadas pela CVM, hipótese expressamente prevista no artigo 35 da referida instrução⁵⁵⁶. A regra do artigo 35 da Instrução CVM nº 361/2002, contudo, somente é aplicável para OPAs de Saída de Nível que “não impliquem cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários”.

24. Embora a dispensa do artigo 35 da Instrução CVM nº 361/2002 não seja aplicável a ofertas que impliquem também no Cancelamento de Registro, o artigo 34 do mesmo normativo permite ao Colegiado da CVM dispensar ou aprovar procedimentos ou formalidades relacionados a determinada OPA, quando existirem situações excepcionais. Esse me parece, a princípio, ser o caso de companhias que, embora listadas nos segmentos diferenciados, possuem uma reduzida porção de suas ações em circulação em razão de operações societárias realizadas anteriormente com fins legítimos e em

555 Art. 15. Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá: I - adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, observado, se for o caso, o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 37; ou II - desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação.

556 Art. 35. A CVM poderá dispensar as exigências desta Instrução quanto ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, em OPA formulada por acionista controlador de companhia listada em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, que assegure, através de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa, desde que: I - tais ofertas decorram de exigência constante do regulamento de listagem do respectivo segmento especial de negociação, em caso de retirada da companhia do respectivo segmento, seja em função de deliberação voluntária da companhia seja em razão de descumprimento de regras do regulamento, e desde que tais ofertas não impliquem cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários; e II - o preço de aquisição corresponda, no mínimo, ao valor econômico da ação, apurado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da companhia, seus administradores e seu acionista controlador.

estrita observância às regras aplicáveis, especialmente quando as ações que remanescem em circulação estão concentradas nas mãos de alguns poucos investidores. Em casos como esse, e assumindo que tanto o Cancelamento de Registro quanto a Saída de Nível sejam do interesse da companhia, acredito ser possível, observadas é claro as particularidades de cada caso concreto, autorizar a aglutinação das OPAs para Cancelamento de Registro e Saída de Nível.

25. Assim, entendo que o Colegiado pode, com base no caput do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/2002, vir a afastar a incidência das limitações impostas pelo artigo 15 do mesmo normativo em determinadas OPAs Unificadas que visem tanto à Saída de Nível quanto ao Cancelamento de Registro, como, aliás, já o fez em alguns precedentes⁵⁵⁷. Essa dispensa naturalmente não será concedida automaticamente, mas com base em uma análise circunstanciada que vise confirmar a existência de situações excepcionais que justifiquem o pleito. São mantidas, por óbvio, as salvaguardas da OPA para cancelamento de registro, tais quais a possibilidade de pedido de realização de nova avaliação, revisão de preço, e a obrigação de adquirir as ações remanescentes pelo prazo de três meses conforme disposto na Lei e na Instrução CVM Nº 361.

II.2. Ausência de prejuízos aos destinatários da oferta decorrentes da unificação

26. O segundo requisito previsto no §2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002 para que seja autorizada a realização de uma única OPA visando a mais de uma finalidade é que nenhum prejuízo para os destinatários da oferta advinha da unificação. Ou seja, a unificação não pode resultar em um cenário no qual os destinatários da OPA estejam em uma situação pior do que no cenário em que cada uma das modalidades de OPA é conduzida através de uma oferta independente. Assim, se a situação prejudicial ao acionista minoritário existe tanto com a realização de duas OPAs separadas quanto com a realização de uma única OPA Unificada, a OPA Unificada pode ser permitida, pois da unificação não decorre nenhum prejuízo aos acionistas. Diante do exposto, a análise sobre um pedido de unificação de OPA deve ser feita a partir da comparação da situação dos minoritários em um cenário em que as OPAs são conduzidas de modo independente e a situação dos minoritários caso fosse realizada a OPA Unificada.

27. As últimas tentativas de realização da uma OPA Unificada para Cancelamento de Registro e Saída de Nível enfrentaram queixas que alegavam que a unificação, nos termos propostos, coagiria os destinatários da oferta a aderir-la, aprovando o Cancelamento de Registro, uma vez que os titulares das ações em circulação saberiam, no momento que o cancelamento lhes era proposto, que caso optassem por manter suas ações teriam um papel negociado em um segmento “menos nobre” de listagem.

28. É inegável que o anúncio de Saída de Nível cria uma forte insatisfação para os

⁵⁵⁷ Nesse ponto é importante diferenciar a consulta formulada dos quatro precedentes em que este Colegiado já autorizou a realização de uma OPA Unificada para Cancelamento de Registro e Saída de Nível. Em todos os pedidos anteriores, a OPA Unificada visava também atender ao art. 254-A da Lei 6.404 (OPA por Alienação de Controle). Assim, embora o art. 35, II estivesse sendo excepcionado, poder-se-ia argumentar (o argumento de fato não foi desenvolvido em nenhum dos quatro precedentes) que a regra do artigo 15 estava sendo afastada não em razão da OPA para Saída de Nível, mas para atender as regras e objetivos da lei e da instrução referentes à OPA por Alienação de Controle.

titulares das ações em circulação. Entendo que essa insatisfação é fruto da passagem da listagem para segmento “menos nobre” e que a percepção de pressão por parte dos minoritários decorre de regra de saída de segmento constante do Novo Mercado. Em outras palavras, a insatisfação e a percepção de pressão também existiriam no caso de OPA formulada exclusivamente para a Saída de Nível. Afinal de contas, uma ação que é negociada com prêmio por estar listada em nível diferenciado de governança perderá esse valor adicional quando passar a ser listada em outro segmento. Existe a premissa de que a listagem em um segmento diferenciado gera um valor adicional para determinada ação, pois, se assim não fosse, não haveria a pressão no caso da Saída de Nível⁵⁵⁸. Devemos assumir que o investidor, ao precificar as melhorias de governança proporcionadas pelo nível diferenciado de listagem também inclui na sua conta eventuais fragilidades do regulamento, como, por exemplo, a possibilidade do controlador decidir promover a deslistagem sem que os minoritários possam se opor. Esse ponto é importante, pois não cabe à CVM criar empecilhos para ofertas de Saída de Nível que observem os requisitos estabelecidos no regulamento de listagem aplicável e na lei societária (o interesse da companhia tem grande importância nesse ponto, como destacarei a seguir). Quer com OPA Isolada ou OPA Unificada, a Saída de Nível será percebida com insatisfação pelo acionista minoritário.

29. Feita essa observação, entendo que a pressão aos destinatários inerente à OPA para Saída de Nível só tornaria essa modalidade incompatível (e, portanto, impossível de aglutinar) com outra modalidade de OPA, caso essa pressão criasse um prejuízo para os destinatários das demais modalidades de OPA que se pretendesse unificar com a OPA para a Saída de Nível que não existiria caso cada oferta fosse conduzida de maneira independente. Conforme detalharei nos próximos parágrafos, entendo que na hipótese em que tanto a OPA para Saída de Nível quanto a OPA para Cancelamento de Registro forem do interesse da companhia, a realização de uma única que vise simultaneamente as duas modalidades não gera nenhum prejuízo real aos destinatários da oferta, podendo, portanto, ser autorizada desde que sua estrutura compatibilize os procedimentos específicos de cada modalidade (vide item II.1 acima).

30. Para ilustrar o meu argumento, proponho comparar o cenário em que as OPAs para Saída de Nível e para Cancelamento de Registro são realizadas simultaneamente com um cenário em que o controlador já decidiu proceder tanto ao Cancelamento de Registro quanto à Saída de Nível, mas que decide realizar uma OPA independente para cada uma das modalidades⁵⁵⁹. Assumirei, nesse exercício, que tanto o Cancelamento

558 Existem diversos estudos que indicam que as ações das companhias listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBovespa são melhores avaliadas do que as companhias listadas no segmento tradicional ou mesmo no nível 1. Ver, por exemplo, matéria “Ações de empresas com boa governança valem até 50% mais”, publicada no Valor Econômico de 10/12/04. Disponível em http://www.acionista.com.br/governanca/acoes_governanca.htm. Acesso em 26/10/2012

559 As normas existentes não determinam que a OPA para cancelamento de registro deva preceder à OPA para saída de nível, embora esse me pareça ser o caminho mais lógico para ofertante e destinatários. Na perspectiva do ofertante, essa sequência tenderia a ser menos custosa (assumindo que o preço seria idêntico em ambas as ofertas), uma vez que, caso a OPA para cancelamento de registro seja bem sucedida, o ofertante não precisará realizar uma segunda OPA para saída do nível. Já na perspectiva dos destinatários da OPA, a sequência também parece a princípio ser mais vantajosa, pois privilegia a modalidade da OPA que lhes confere maior proteção. Esse argumento assume que o preço seria idêntico em ambas as ofertas. Naturalmente, caso existisse uma expectativa por parte do ofertante de preços diferentes nas duas modalidades,

de Registro quanto a Saída de Nível estariam sendo feitos em observância ao interesse da sociedade (ponto que avaliarei no próximo item deste voto).

31. No cenário em que o controlador já tomou a decisão de promover o Cancelamento de Registro e a Saída de Nível e decide não realizar uma oferta unificada, o ofertante estaria obrigado a divulgar, nos documentos relacionados à primeira OPA, a sua intenção de realizar a segunda OPA. De acordo com a Instrução CVM nº 361/2002, as ofertas públicas de aquisição devem ser realizadas “de modo a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA”⁵⁶⁰. A instrução determina, ainda, que o ofertante é “responsável pela veracidade, qualidade e suficiência das informações fornecidas à CVM e ao mercado, bem como por eventuais danos causados à companhia objeto, aos seus acionistas e a terceiros, por culpa ou dolo, em razão da falsidade, imprecisão ou omissão de tais informações”, devendo incluir no instrumento da OPA “declarações do ofertante e da instituição intermediária de que desconhecem a existência de quaisquer fatos ou circunstâncias, não revelados ao público, que possam influenciar de modo relevante os resultados da companhia objeto ou as cotações das ações objeto da OPA”⁵⁶¹.

32. Entendo ser evidente que nos casos em que serão realizadas duas OPAs distintas, uma para Cancelamento de Registro e uma para Saída de Nível, a informação sobre a intenção de realizar a segunda oferta é relevante para que os investidores possam avaliar a primeira oferta e deve, portanto, ser divulgada nos documentos relacionados a primeira OPA⁵⁶². A jurisprudência desse Colegiado é pacífica no sentido de que uma informação pode ser relevante ainda que seja referente a um ato ou fato ainda não definitivo ou formalizado. Nos casos em que a informação se refere a um fato ainda não concluído, a avaliação sobre a relevância da informação deve ponderar a magnitude do evento pela probabilidade da sua efetivação⁵⁶³. Na hipótese em exame, há uma alta pro-

pode-se imaginar que o ofertante faria uma comparação entre os custos de cada alternativa. Caso o preço esperado para a OPA de deslistagem fosse inferior ao preço que seria ofertado na OPA de fechamento, o controlador deveria comparar se a economia que teria ao ofertar.

560 Art. 4º, II, d da Instrução CVM 361/2002.

561 Art. 10, II da Instrução CVM 361/2002.

562 Sobre esse ponto – e apenas a título ilustrativo – faço referência ao regime norte-americano, onde o Schedule Tender Offer, documento que equivale ao nosso edital de OPA, exige que o ofertante divulgue aos investidores a existência de planos que possam vir a resultar, dentre outros eventos, em operações extraordinárias ou na deslistagem do papel em bolsa. Transcrevo abaixo trechos do Schedule TO e do Regulation M-A: “§ 240.14d-100 Schedule TO. Tender offer statement under section 14(d)(1) or 13(e)(1) of the Securities Exchange Act of 1934. (...) Item 6. Purposes of the Transaction and Plans or Proposals Furnish the information required by Item 1006(a) and (c)(1) through (7) of Regulation M-A (§229.1006 of this chapter) for a thirdparty tender offer and the information required by Item 1006(a) through (c) of Regulation M-A (§229.1006 of this chapter) for an issuer tender offer”. “229.1000—Mergers and Acquisitions (Regulation M-A). § 229.1006 (Item 1006) Purposes of the transaction and plans or proposals. (...) (c) Plans. Describe any plans, proposals or negotiations that relate to or would result in: (1) Any extraordinary transaction, such as a merger, reorganization or liquidation, involving the subject company or any of its subsidiaries; (...) (6) Any class of equity securities of the subject company to be delisted from a national securities exchange or cease to be authorized to be quoted in an automated quotations system operated by a national securities association (...)”

563 Nesse sentido, transcrevo trecho do voto de Pedro Oliva Marcilio de Sousa no julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2006/4776, realizado em 17 de janeiro de 2007: “50. 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

babilidade de a segunda OPA ocorrer, uma vez que o controlador já tomou a decisão de realizá-la⁵⁶⁴ (naturalmente, a decisão pode vir a ser revista no futuro, por exemplo, em razão das condições de mercado, o que não me parece prejudicar a conclusão sobre a relevância da informação). Quanto à magnitude, é indiscutível que tanto o cancelamento do registro quanto a saída do nível diferenciado de governança têm impacto relevante para os investidores minoritários.

33. Assim, para cumprir com o dever de informar estabelecido na Instrução CVM nº 361/2002, o ofertante que pretende realizar OPAs distintas para Cancelamento de Registro e Saída de Nível deve necessariamente indicar no edital da primeira OPA a informação de que pretende realizar a segunda OPA (caso a primeira OPA seja a de Cancelamento de Registro, a realização da OPA de Saída de Nível naturalmente estará condicionada ao fracasso da primeira).

34. Esse aviso teria uma natureza inegavelmente coercitiva, uma vez que pressionaria os investidores a aderirem à primeira oferta seja ela qual fosse. A solução para esse problema não pode ser manter o minoritário às escuras com relação a um evento relevante que o ofertante sabe que irá ocorrer no futuro. A coerção, repito, existe em razão da regra dos regulamentos de listagem e, nos casos em que a Saída de Nível for legal e autorizada pelo Regulamento de Listagem, não temos como eliminá-la.

35. Concluindo o exercício que propus acima, se decidíssemos que as OPAs para Cancelamento de Registro e para Saída de Nível não poderiam ser unificadas teríamos dois possíveis cenários:

a. O controlador decide realizar primeiramente a OPA para Cancelamento de Registro: Nesse cenário, a informação constante do edital de que o Controlador realizará a OPA para Saída de Nível caso o registro de companhia aberta não possa ser cancelado terá o mesmo efeito coercitivo que teríamos na OPA Unificada que visasse simultaneamente às duas modalidades.

b. O controlador decide lançar primeiramente a OPA para Saída de Nível: Pelos mes-

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. 51. Fatos podem ser relevantes independentemente de sua natureza (operacionais, patrimoniais, financeiros ou societários) e mesmo que não tenham impacto direto ou potencial relevantes sobre a operação, o patrimônio, as finanças da companhia ou os direitos dos acionistas. Isso porque um determinado fato pode (...) demonstrar a forma de tratamento pela administração da companhia de cada uma das classes interessadas (acionista controlador, acionistas não controladores, acionistas sem direito a voto, credores, empregados, administradores, comunidade – vide art. 116, § único) e, com isso, alterar o valor relativo entre os tipos e espécies de valores mobiliários (a relação de preços entre as ações e os valores mobiliários de renda fixa, por exemplo, ou entre as ações ordinárias e as preferenciais) ou mesmo quanto ao valor absoluto do valor mobiliário (maior interesse em ajudar a comunidade ou compartilhar lucros com os empregados pode resultar em diminuição dos lucros distribuíveis aos acionistas e, com isso, prejudicar o valor das ações). Por esses motivos, também as características qualitativas do fato, e não apenas as quantitativas, devem ser utilizadas na definição sobre a relevância de um dado fato empresarial.” (Grifou-se).

564 Esse probabilidade, naturalmente, é ainda mais relevante nos casos em que a OPA a ser realizada no segundo momento é a OPA para Saída de Nível, uma vez que nesse caso o controlador tem o controle não só sobre o lançamento da oferta como também define o seu sucesso. Caso a segunda oferta seja a OPA para Cancelamento de Registro, a probabilidade de lançamento é evidentemente maior do que a de conclusão, uma vez que o cancelamento de registro somente pode ser efetivado com a aquiescência dos titulares das ações em circulação.

mos motivos expostos acima, entendo que o edital da primeira oferta deverá conter informação sobre a intenção do ofertante de realizar a OPA para Cancelamento de Registro no momento subsequente. Nesse caso, contudo, os detentores das ações em circulação saberão que poderão vetar a segunda operação, mas possivelmente argumentarão que a realização da OPA de saída de nível antes do cancelamento de registro terá por objetivo depreciar o valor da ação antes da realização da oferta para fechamento de capital.

36. Para encerrar este item, gostaria de enfrentar um argumento que não foi levantado nas manifestações. O artigo 14 da Instrução CVM nº 361/2002 determina que caso a segunda OPA seja realizada em um intervalo menor do que 1 (um) ano, os acionistas que tiverem aderido à primeira oferta terão direito às mesmas condições que forem oferecidas na segunda OPA. Caso essa seja mais vantajosa, existiria uma suposta vantagem para os destinatários da oferta em obrigar o ofertante a realizar duas OPAs separadas. Entendo que nas hipóteses em que já existe a decisão de realizar OPAs para Cancelamento de Registro e para Saída de Nível, e se decide realizar as duas OPAs de modo segregado, a regra do artigo 14 pode ser interpretada tanto como uma proteção quanto como uma forma de coagir os acionistas a aderirem à primeira oferta. Afinal, o acionista não sabe *ex-ante*, se a primeira oferta oferecerá um preço melhor do que a segunda. Caso a OPA para Saída de Nível seja a primeira a ser lançada, os titulares das ações em circulação podem entender ser favorável aderir a essa oferta uma vez que o preço que será ofertado na segunda oferta não embutirá mais o prêmio que naquele momento existe em decorrência da listagem no nível diferenciado, além da provável redução da liquidez.

37. Por outro lado, caso a OPA para Cancelamento de Registro seja a primeira a ser lançada, os titulares das ações em circulação podem entender ser favorável aderir a essa oferta, uma vez que as regras da Instrução CVM nº 361/2002 permitem aos minoritários ter mais interferência no preço (pois podem solicitar um segundo laudo e tem o controle sobre o sucesso da OPA). Já no anúncio da primeira OPA, o acionista minoritário se sentirá pressionado, pois a destruição do prêmio pela listagem no segmento nobre já se concretizará em razão do anúncio. Ou seja, independentemente da ordem da realização das OPAs, o estrago está feito. Nesse cenário de incerteza, me parece ser possível que a impossibilidade de unificação das OPAs de fato prejudique o minoritário, na medida em que o coage a aderir à primeira OPA.

38. Diante do que expus, entendo que caso o interesse da companhia suporte tanto a Saída de Nível quanto o Cancelamento de Registro, e os procedimentos estabelecidos na lei societária, na Instrução CVM nº 361/2002 e no regulamento do nível diferenciado aplicável sejam observados e compatibilizados, entendo que a unificação das OPAs para Saída de Nível e para Cancelamento de Registro não criam nenhum prejuízo aos acionistas, não havendo razão para proibi-la quando existirem situações excepcionais que permitam a aplicação do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002.

III. Interesse da sociedade, deveres fiduciários dos administradores e deveres dos acio-

nistas controladores no contexto do Cancelamento de Registro e Saída de Nível.

39. Por fim, acho importante ressaltar que tanto o Cancelamento de Registro quanto a Saída de Nível somente podem ser realizados se forem do interesse da companhia. Como se sabe, a Lei 6.404/1976 determina que a atuação dos administradores⁵⁶⁵, acionistas controladores⁵⁶⁶ e dos demais acionistas⁵⁶⁷ deve sempre se pautar pelo interesse da companhia. A meu ver, nessa obrigação reside a principal proteção aos minoritários no contexto do Cancelamento de Registro ou de Saída de Nível, independentemente de tais medidas estarem sendo tomadas através de OPAs sucessivas ou mediante uma OPA Unificada.

40. No contexto de uma OPA Unificada, evidentemente o interesse social deve suportar cada uma das modalidades que se pretende aglutinar. Caso contrário, a unificação das OPAs serviria para que o controlador pudesse realizar uma OPA que não poderia ser realizada de modo independente, e estaríamos diante de uma situação na qual a unificação das ofertas resultaria em prejuízo aos destinatários, hipótese vedada pelo §2º do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/2002.

41. Sobre os motivos que podem fazer com que o cancelamento de registro seja do interesse da própria companhia, transcrevo a lição de José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho: “O cancelamento pode ser do interesse da companhia por diversas razões, tais como (a) eliminar custos que é obrigada a suportar para cumprir os deveres legais de companhia aberta, (b) se não tem planos para distribuir novas emissões no mercado, ou as condições de mercado tornam a emissão inviável e (c) a quantidade de títulos em circulação é insuficiente para que alcancem um mínimo de liquidez. O ‘fechamento da companhia’, como o cancelamento é referido no jargão do mercado, pode ser também do interesse do acionista controlador – se deseja aumentar sua participação na companhia ou pretende liberar-se dos deveres de controlador de companhia aberta que a lei lhe impõe. O cancelamento é sempre contrário aos interesses dos titulares de valores mobiliários em circulação porque, por menor que seja a liquidez dos títulos, seus direitos são mais protegidos do que os do titular de valores de companhia fechada (...)”⁵⁶⁸.

42. Embora eu concorde com o argumento de que os custos de manutenção de uma companhia aberta são uma justificativa válida para que uma companhia que não pretende mais acessar o mercado de capitais proceda ao Cancelamento de Registro, entendo que os custos adicionais decorrentes da listagem em um segmento especial de listagem

⁵⁶⁵ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

⁵⁶⁶ Art. 116, Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

⁵⁶⁷ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

⁵⁶⁸ José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho. *Direito das Companhias*, Vol 1, págs. 146/147. Sem grifos no original.

(financeiros ou não) não servem como justificativa para a Saída de Nível (ao menos isoladamente). Isto porque as companhias que optaram por listar as suas ações em um segmento diferenciado de governança corporativa buscaram, como já ressaltado acima, receber um “prêmio” em relação às companhias listadas no segmento tradicional. Diante desse fato, entendo que a companhia não pode vender uma ação com um atributo que lhe confere um valor adicional para, em um momento subsequente, retirar tal vantagem sob o argumento de que a sua manutenção acarreta em custos adicionais. Tais custos devem ser considerados no momento em que a companhia decide se listar no segmento diferenciado (decisão essa que, não por acaso, normalmente é tomada quando a companhia decide acessar o mercado) e cotejados à luz dos custos adicionais decorrentes da listagem. O interesse da companhia não pode justificar um comportamento oportunista que, em última instância, se caracterizaria em verdadeira expropriação do “prêmio” pago pelos investidores em razão da listagem em segmento nobre.

43. Acredito, contudo, que em determinadas circunstâncias a Saída de Nível diferenciado pode ser uma medida do interesse da companhia e de seus acionistas. Por exemplo, uma companhia que atua em um setor regulado em que há limitação da participação de estrangeiros pode ter necessidade de emitir ações preferenciais (não admitidas nas companhias listadas no Novo Mercado) para acomodar o investimento estratégico de um parceiro estrangeiro. Entendo, também, que a saída do nível diferenciado pode ser uma medida legítima em determinadas situações em que a companhia fique, por razões alheias à sua vontade, impossibilitada de cumprir com os requisitos estabelecidos naquele segmento de listagem⁵⁶⁹.

44. Considero importante destacar que o interesse social deverá não só determinar se há justificativa para a Saída do Nível como também pautar a decisão sobre o segmento em que as ações da companhia passarão a ser negociadas após a saída do segmento original. Assumindo que se trata de uma oferta visando unicamente à Saída de Nível, as ações passarão a ser listadas em outro segmento diferenciado, no segmento tradicional ou no mercado de balcão? Considerando os impactos dessa decisão para os minoritários, entendo que o acionista controlador e os administradores têm o dever de procurar a forma que atender o interesse social que seja menos prejudicial aos demais acionistas. No exemplo que dei acima, em que a decisão de sair do Novo Mercado é justificada pela necessidade de emitir ações preferenciais, a companhia poderia listar as suas ações no Nível 2.

45. Ressalto não pretender neste voto tratar de modo exaustivo as hipóteses em que o Cancelamento de Registro ou a Saída de Nível serão do interesse da companhia, ou mesmo prescrever quais devem ser os desdobramentos desses atos, até porque não cabe à CVM controlar aprioristicamente as deliberações sociais a fim de verificar se as mesmas estão sendo tomadas no interesse da companhia conforme prescreve a lei.

46. Considerando as dificuldades de se analisar *a posteriori* tais operações, ganham

569

Naturalmente, a companhia não pode se desenquadrar para criar uma desculpa para interesse social.

ainda mais destaque os deveres fiduciários dos administradores e as obrigações de transmitir as informações relevantes de modo verdadeiro, tempestivo, completo e preciso. Tendo em vista a gravidade que tanto o Cancelamento de Registro quanto a Saída de Nível têm para os minoritários e o potencial danoso que operações iníquas podem ter na percepção de risco do mercado como um todo, entendo que todas as manifestações ao público relacionadas às OPAs devem ser sempre fundamentadas, incluindo a informação sobre como tais operações se coadunam com o interesse da companhia.

47. O artigo 20, IV da Instrução CVM nº 361/2002 determina que nos casos de OPA para Cancelamento de Registro lançada pela própria companhia, o edital deve conter “transcrição da deliberação do órgão da companhia que tiver aprovado o lançamento da OPA, contendo, no mínimo, a justificativa da operação, da desnecessidade de captação de recursos por meio de subscrição pública de ações no prazo de 2 (dois) anos, e a referência à existência das reservas exigidas por lei”. Embora a lei societária e as regras editadas pela CVM não determinem a forma pela qual os administradores devem atender aos seus deveres fiduciários, vejo a exigência de parecer do Conselho de Administração feita nos Regulamentos de Listagem do Nível 2 e do Novo Mercado como uma boa indicação de como os administradores devem atuar em operações dessa natureza.

48. Com relação às OPAs para Saída de Nível, ressalto que, sem prejuízo do parecer acima mencionado, que somente precisa ser apresentado após a publicação do edital, por força da Instrução CVM nº 481/2009 existe um dever expresso de divulgação de informações também no momento em que a assembleia aprovar a instituição financeira que elaborará o laudo de avaliação do valor econômico. Nesse sentido, o artigo 6º da Instrução CVM nº 481/2009 determina que, na data de convocação da assembleia, devem ser disponibilizadas “informações e documentos relevantes para o exercício do direito de voto em assembleia”, que incluem, a meu ver, uma justificativa do ofertante sobre as razões pelas quais ele entende que a Saída do Nível é compatível com o interesse da companhia.

49. Nesse cenário, entendo que, desde que satisfeitos os requisitos previstos no §2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002 (quais sejam, a compatibilização de procedimentos e ausência de prejuízos decorrentes da unificação), o colegiado deve autorizar a realização de uma única OPA visando ao Cancelamento de Registro e à Saída de Nível. Sem prejuízo, a CVM deve exercer suas atribuições para assegurar que os documentos da OPA contenham todas as informações necessárias para “garantir o perfeito esclarecimento do mercado” (art. 10, VI) e que controladores e administradores atuem de acordo com os deveres que lhes são impostos pela lei societária. É essa, a meu ver, a forma que a CVM deve atuar nos casos em que o ofertante pretende realizar uma OPA Unificada para Cancelamento de Registro e a Saída de Nível.

IV. Conclusão

50. Como visto no Relatório, o motivo central da oposição por parte dos acionistas que

reclamam contra a realização de uma única OPA que vise cumulativamente à Saída de Nível e ao Cancelamento de Registro é a coerção que a OPA para Saída de Nível pode exercer sobre a OPA para Cancelamento de Registro, entendimento compartilhado pela SRE.

51. Como expus acima, a percepção de pressão do acionista minoritário frente a uma OPA de Saída de Segmento existirá tanto no caso da OPA Unificada quanto no caso da opção por duas OPAs separadas. Assim, a aglutinação reduz o custo para o ofertante e não causa nenhum prejuízo ao destinatário da OPA em comparação com a OPA separada, conforme discutido acima. Contudo, por força do disposto no caput do art. 34 c/c art. 35, ambos da Instrução CVM nº 361/2002, entendo que a unificação somente poderá ser concedida pela CVM em hipóteses excepcionais, a serem verificadas caso a caso.

52. Assim, entendo que não existe razão para alterar o entendimento desse colegiado que em mais de uma oportunidade já permitiu a unificação das OPAs para Saída de Nível e para Cancelamento de Registro. Naquelas oportunidades, até onde se tem notícia, as operações foram concluídas sem reclamação dos minoritários, o que me leva a acreditar que as objeções feitas nas últimas operações têm como fundo não a estrutura das OPAs, mas as suas condições negociais. A organização de minoritários para, no contexto de uma OPA, buscar melhores condições de saída, é saudável. Entendo, contudo, que não compete à CVM impedir a realização de operações que atendam aos requisitos legais e regulamentares. Isto geraria custos adicionais para os ofertantes para conferir a uma minoria um novo instrumento de pressão, que talvez nem sequer os favoreça e que pode ser contrário aos interesses da própria companhia, abrindo brechas no caso concreto para o chamado “abuso de minoria”.

É como voto.

Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2012

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes
Diretora-Relatora

24.13. CVM, Decisão do Colegiado nº Proc. RJ 2015/8340

Reg. nº 9867/15

Relator: SRE/GER-1

Trata-se de recurso interposto pela Thunnus Participações S.A. (“Ofertante”) contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE referente ao preço por ação a ser praticado no âmbito da oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) por alienação de controle de Somos Educação S.A. (“Companhia”), atual denominação de Abril Educação S.A., lançada em atendimento ao art. 254-A da Lei nº 6.404/1976 (“Recurso”).

Segundo a SRE, a transferência do controle da Companhia teria resultado de uma série de aquisições de ações do bloco de controle em 07.08.2014, 02.04.2015 e 04.05.2015, de modo que o preço por ação ofertado na OPA deveria corresponder à média ponderada dos diferentes valores pagos pelas respectivas quantidades de ações em cada época, corrigidos pela taxa SELIC desde a data de cada aquisição até a data da liquidação financeira do leilão.

No Recurso, o Ofertante alega que o valor ofertado deveria ser ajustado pela taxa SELIC desde 02.04.2015, data de pagamento da segunda parcela do preço de compra das ações, quando, no seu entender, se deu efetivamente a transferência de controle da Companhia, até a data da liquidação financeira do leilão. Ademais, o Ofertante informa que, quando da primeira aquisição, não tinha a intenção de adquirir o controle da Companhia.

Após análise do Recurso, a SRE ratificou o seu entendimento por meio do Memorando nº 58/2015-CVM/SER/GER-1, reiterando que a operação de alienação de controle compreendeu três etapas, independente de ter havido ou não a intenção do Ofertante de adquirir o controle da Companhia quando de sua primeira aquisição de ações, em 07.08.2014. Acrescentou, ainda, que a “data da aquisição do Poder de Controle”, expressão utilizada no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado, deveria ser considerada 02.04.2015, quando a Ofertante realizou a segunda aquisição de ações, tornando-se efetivamente o controlador da Companhia.

O Colegiado, acompanhando a área técnica, deliberou, por unanimidade, pelo indeferimento do Recurso e manutenção do entendimento de que (i) o preço por ação ofertado na OPA deve corresponder à média ponderada dos diferentes valores pagos pelas respectivas quantidades de ações em cada época (07.08.2014, 02.04.2015 e 04.05.2015), corrigidos pela taxa SELIC desde a data de cada aquisição até a data da liquidação financeira do leilão; e (ii) a data de 02.04.2015 deve ser considerada como

o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para os fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado.

24.14. CVM, Memorando nº 70/2015-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 11 de novembro de 2015.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Pedido de Reconsideração de decisão do Colegiado da CVM - OPA por alienação de controle de Somos Educação S.A. - Processo CVM nº RJ-2015-8340

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de expediente protocolado na CVM em 22/10/2015, referente a pedido de reconsideração de decisão do Colegiado da CVM (“Pedido de Reconsideração”) que, em reunião datada de 29/09/2015, acompanhou entendimento da SRE manifestado por meio do Memorando nº 58/2015/CVM/SRE/GER-1, na esfera de recurso contra determinação desta Superintendência, no âmbito do pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações ordinárias (“OPA” ou “Oferta”) por alienação de controle de Somos Educação S.A. (“Companhia”), companhia listada no Novo Mercado da BM&FBovespa.

2. Mais especificamente, o Colegiado da CVM decidiu que: “(i) o preço por ação ofertado na OPA deve corresponder à média ponderada dos diferentes valores pagos pelas respectivas quantidades de ações em cada época (07.08.2014, 02.04.2015 e 04.05.2015), corrigidos pela taxa SELIC desde a data de cada aquisição até a data da liquidação financeira do leilão; e (ii) a data de 02.04.2015 deve ser considerada como o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para os fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado”, conforme se depreende da leitura da ata da referida reunião transcrita abaixo:

“RECURSO CONTRA DECISÃO DA SRE - OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE DE SOMOS EDUCAÇÃO S.A. - THUNNUS PARTICIPAÇÕES S.A. – PROC. RJ2015/8340

Trata-se de recurso interposto pela Thunnus Participações S.A. (“Ofertante”) contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE referente ao preço por ação a ser praticado no âmbito da oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) por alienação de controle de Somos Educação S.A. (“Companhia”), atual denominação de Abril Educação S.A., lançada em atendimento ao art. 254-A da Lei nº 6.404/1976 (“Recurso”).

Segundo a SRE, a transferência do controle da Companhia teria resultado de uma série de aquisições de ações do bloco de controle em 07.08.2014, 02.04.2015 e 04.05.2015, de modo que o preço por ação ofertado na OPA respectivas quantidades de ações em cada época, corrigidos pela taxa SELIC desde a data de cada aquisição até a data da liquidação financeira do leilão.

No Recurso, o Ofertante alega que o valor ofertado deveria ser ajustado pela taxa SELIC desde 02.04.2015, data de pagamento da segunda parcela do preço de compra das ações, quando, no seu entender, se deu efetivamente a transferência de controle da Companhia, até a data da liquidação financeira do leilão. Ademais, o Ofertante informa que, quando da primeira aquisição, não tinha a intenção de adquirir o controle da Companhia.

Após análise do Recurso, a SRE ratificou o seu entendimento por meio do Memorando nº 58/2015-CVM/SER/GER-1, reiterando que a operação de alienação de controle compreendeu três etapas, independente de ter havido ou não a intenção do Ofertante de adquirir o controle da Companhia quando de sua primeira aquisição de ações, em 07.08.2014. Acrescentou, ainda, que a “data da aquisição do Poder de Controle”, expressão utilizada no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, deveria ser considerada 02.04.2015, quando a Ofertante realizou a segunda aquisição de ações, tornando-se efetivamente o controlador da Companhia.

O Colegiado, acompanhando a área técnica, deliberou, por unanimidade, pelo indeferimento do Recurso e manutenção do entendimento de que (i) o preço por ação ofertado na OPA deve corresponder à média ponderada dos diferentes valores pagos pelas respectivas quantidades de ações em cada época (07.08.2014, 02.04.2015 e 04.05.2015), corrigidos pela taxa SELIC desde a data de cada aquisição até a data da liquidação financeira do leilão; e (ii) a data de 02.04.2015 deve ser considerada como o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente contro-

ladora da Companhia, para os fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado.” (grifo nosso)

3. Nesse sentido, cabe ressaltar que o Pedido de Reconsideração diz respeito especificamente à deliberação (ii) da referida Decisão, qual seja: “(ii) a data de 02.04.2015 deve ser considerada como o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para os fins do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado”⁵⁷⁰.

4. Conforme será visto em detalhes na Seção “II. Alegações da Ofertante”, a mesma argumenta que a deliberação (ii) acima teria deixado de levar em consideração a função da regra prevista no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, “à luz dos bens jurídicos que tal norma visa tutelar”.

5. Em seu entendimento, nos casos em que há duas etapas na alienação de controle, sendo que na primeira ocorre a celebração de contratos (*signing*) e na segunda a efetiva consumação dos atos previstos na primeira (*closing*), a data da primeira etapa é que deveria servir de referência para a aplicação da regra prevista no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, pois é naquela data que a operação é divulgada ao mercado, não havendo sentido em se estender tal regra protetiva para após aquele momento, como no caso de se considerar a data da segunda etapa.

6. Cabe ressaltar que o Pedido de Reconsideração foi encaminhado primeiramente ao Colegiado da CVM, que o despachou, juntamente com o Processo em epígrafe, a esta Superintendência, para que nos manifestássemos sobre o mesmo.

7. Ademais, da primeira leitura do pleito em questão, observando se tratar de interpretação quanto à aplicação de dispositivo constante do Regulamento do Novo Mercado, encaminhamos à BM&FBovespa solicitação de manifestação quanto ao tema em tela, sendo que a mesma protocolou sua resposta em 06/11/2015, a qual encontra-se integralmente transcrita na seção III do presente Memorando.

8. A partir de agora, descreveremos então, na Seção “I. Breve Histórico do Processo CVM n.º RJ-2015-8340”, de forma sucinta, um histórico do presente Processo, o qual tratou do recurso contra a decisão da SRE, e agora trata do Pedido de Reconsideração. BM&FBovespa”, “IV. Nossas Considerações” e, finalmente, “V. Conclusão”.

10. Apenas como informação adicional, destacamos que o histórico do Processo CVM n.º RJ-2015-3002, que trata do pedido de registro da Oferta, encontra-se descrito no MEMO/SER/GER-1/N.º 58/2015 (fls. 52 a 65 do presente Processo), por meio do qual

570 Regulamento do Novo Mercado. Item 8.2 Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a:

[...]

(ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBovespa operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos.

submetemos o recurso supramencionado ao Colegiado da CVM, conforme comentamos no parágrafo 1º acima.

I. Breve Histórico do Processo CVM n.º RJ-2015-8340

11. Em 04/08/2015, a Ofertante interpôs recurso (fls. 01 a 25), com requerimento de efeito suspensivo, contra decisão desta Superintendência, que, por meio do Ofício nº 117/2015/CVM/SRE/GER-1 (encaminhado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2015-3002 e com cópia às fls. 48 a 50 do presente Processo), ratificou seu entendimento de que o preço por ação a ser praticado na OPA correspondesse *“à média ponderada dos diferentes valores pagos pelas respectivas quantidades de ações em cada época (etapa), corrigido pela taxa SELIC desde a data de cada aquisição até a data da liquidação financeira do leilão.”*

12. Ainda no âmbito do referido recurso, a Ofertante requereu, de forma subsidiária, *“que a CVM confirme [confirmasse] que a data-base a partir da qual será [seria] aplicável o período de 6 meses mencionado no item 8.2 do Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa passe [passasse] a ser 07/08/2014 e não 02/04/2015.”*

13. Em 06/08/2015, já no âmbito do presente Processo, encaminhamos o Ofício nº 123/2015/CVM/SRE/GER-1 (fl. 28), comunicando: (i) a manutenção do entendimento desta área técnica, quanto à necessidade do ajuste de preço da Oferta, conforme constou do Ofício nº 117/2015/CVM/SRE/GER-1 e que, dessa forma, o recurso seria encaminhado à apreciação do Colegiado da CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03 (“Deliberação CVM 463”); e (ii) o efeito suspensivo da decisão de indeferimento do pedido de registro da OPA, pelo não atendimento ao Ofício nº 117/2015/CVM/SRE/GER-1, até que o Colegiado da CVM decidisse o sobre o tema.

14. Em 22/09/2015, encaminhamos o referido recurso ao SGE, por meio do Memorando nº 58/2015/CVM/SRE/GER-1 (fls. 52 a 65), solicitando que o mesmo fosse submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE como relatora.

15. Em 29/09/2015, o Colegiado da CVM apreciou o recurso, tendo negado o seu provimento, acompanhando o entendimento desta área técnica, conforme vimos no preâmbulo do presente Memorando.

16. Em 03/10/2015, encaminhamos à Ofertante o Ofício nº 172/2015/CVM/SRE/GER-1, (fls. 70 e 71), comunicando sobre a decisão do Colegiado da CVM de 29/09/2015 e solicitando: (i) o aprimoramento dos documentos da OPA, a fim de que refletissem a referida decisão; e (ii) o encaminhamento do contrato de intermediação, devidamente firmado, e do comprovante de aprovação do leilão referente à Oferta emitido pela BM&FBovespa.

17. Em 16/10/2015, a Ofertante protocolou expediente solicitando prorrogação do prazo para atendimento ao Ofício nº 172/2015/CVM/SRE/GER-1 (originalmente 16/10/2015) para até 30/10/2015, pleito que aprovamos em 19/10/2015, por meio do

Ofício nº 182/2015/CVM/SRE/GER-1 (fl. 86).

18. Em 22/10/2015, a Ofertante protocolou na CVM expediente com o Pedido de Reconsideração em tela, o qual conta ainda com requerimento de efeito suspensivo em relação ao cumprimento das exigências constantes do Ofício nº 172/2015/CVM/SRE/GER-1, nos termos do inciso V da Deliberação CVM 463.

19. Em 28/10/2015, a Chefe de Gabinete da Presidência da CVM (CGP) encaminhou o referido Pedido de Reconsideração à SRE, para ciência e adoção das providências cabíveis.

20. Em 29/10/2015, enviamos o Ofício nº 187/2015/CVM/SRE/GER-1, comunicando: (i) que o Pedido de Reconsideração será encaminhado à apreciação do Colegiado da CVM, em analogia ao que preceitua o inciso III da Deliberação CVM 463; e (ii) que o prazo para atendimento às exigências constantes do Ofício nº 172/2015/CVM/SRE/GER-1 encontra-se suspenso desde 22/10/2015, e somente voltará a fluir após a análise do mérito do pleito em questão pelo Colegiado da CVM, caso esse não decida diversamente.

21. Em 29/10/2015, encaminhamos o Ofício nº 189/2015/CVM/SRE/GER-1 à BM&FBovespa, solicitando a apresentação de fundamentação sobre a aplicabilidade do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, bem como seu entendimento sobre qual data deveria ser considerada como a data de aquisição do “Poder de Controle” especificamente para a aplicação do referido dispositivo no presente caso.

22. Em 06/11/2015, a BM&FBovespa protocolou expediente com resposta ao Ofício supra, manifestando entendimento de que em operações de alienação de controle acionário em que temos em um primeiro momento, a contratação de alienação de controle (*signing*), seguida de efetiva transferência das respectivas ações (*closing*), o marco a ser considerado para os efeitos da aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado “deverá ser aquele em que a assimetria informacional deixa de existir, o que ocorre [no presente caso] no momento da divulgação da operação ao mercado realizada após a contratação da alienação de controle (*signing*)”.

II. Alegações da Ofertante

23. A Ofertante fundamenta o presente Pedido de Reconsideração na forma transcrita abaixo, com os grifos originais:

“(...) nos termos da Deliberação CVM nº 463/03, da decisão proferida pelo Colegiado da CVM em 07 de outubro de 2015 (“Decisão”), que entendeu o que segue:

(i) o preço por ação ofertado na oferta pública de aquisição de ações ordinárias de emissão da Somos Educação S.A. (“Companhia” ou “Somos”), em virtude de alienação de controle (“OPA”) nos termos do artigo 254-a da Lei nº 6.404/76, do Regulamento de Práticas Diferenciadas

de Governança Corporativa do segmento de listagem da BM&FBOVES-PA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA”) denominado “Novo Mercado” (“Regulamento Novo Mercado”) e do Estatuto Social da Companhia deve corresponder à média ponderada dos diferentes valores pagos na aquisição das respectivas quantidades de ações em cada data de aquisição pela Ofertante, ajustados pela variação da SELIC desde a data de cada aquisição e até a data da liquidação financeira do leilão; e

(ii) a data de 02.04.2015 deve ser considerada como o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado.

I. Breve Histórico Processual, Decisão da SRE, Decisão da CVM e Admissibilidade deste Pedido

1. Sem prejuízo do histórico contido no Recurso da Ofertante contra a decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SER (“SRE”), constante do Ofício nº 117/2015/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 3”) datado de 27 de julho de 2015 e no relatório da SRE adotado pela Decisão, em apertada síntese, os fatos que antecederam a Decisão que é objeto deste pedido podem ser resumidos da seguinte forma:

2. Em 08/02/2015 (“Data de Assinatura”) a Ofertante celebrou contrato vinculante (“Contrato”) por meio do qual se ajustou a aquisição, pela Thunnus, da totalidade das ações de emissão da Companhia que eram de titularidade dos antigos controladores da Companhia (“Operação”). A celebração do Contrato foi divulgada ao mercado por meio de fato relevante divulgado em 09/02/2015. Após aprovação do CADE e a verificação de outras condições, a Operação foi concluída em 02/04/2015 (“Data de Fechamento”), tendo protocolado em 08/04/2015 pedido de registro da OPA perante a CVM em decorrência da alienação do controle da Companhia.

3. No curso do processo de registro da OPA, a SRE formulou exigências acerca da metodologia de cálculo do preço da OPA no que se refere ao ajuste pela taxa SELIC. Tais exigências foram feitas em três ocasiões, através do Ofício Nº 76/2015/CVM/SRE/GER-1 datado de 08/05/2015 (“Ofício 1”) e do Ofício Nº 91/2015/CVM/SRE/GER-1 datado de 18/06/2015 (“Ofício 2”). Em cada uma destas oportunidades a Ofertante se manifestou, tendo apresentado razões pelas quais considerava que o entendimento da SRE em relação à forma de cálculo e atualização do preço da OPA pela taxa SELIC não era o mais correto e solicitado a reconsideração da SRE. A posição da SRE foi mantida no Ofício 3, já mencionado acima – em resposta a um recurso com pedido de reconsi-

deração por parte da Ofertante protocolado em 06/07/2015.

4. Note-se que o Ofício 3 tratou unicamente da metodologia de cálculo do preço por ação da OPA vis-à-vis o ajuste pela Taxa SELIC e não abordou a interpretação da norma contida no item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado.

5. Em 04/08/2015 a Ofertante protocolou recurso contra a decisão da SRE comunicada no Ofício 3 (“**Recurso do Ofício 3**”), o que, diante da manutenção da posição da SRE, gerou a instauração do Processo CVM nº 2015-8340, e foi encaminhado para apreciação do Colegiado da CVM, culminando na Decisão.

6. A SRE encaminhou o Recurso do Ofício 3 ao Colegiado para apreciação juntamente com o Memorando nº 58/2015-CVM/SRE/GER-1 (“Memorando”) por ela preparado relatando os fatos ocorridos no âmbito do processo de registro da OPA bem como as razões que levaram a SRE a adotar a posição descrita no Ofício 3.

7. O Memorando também abordou a questão da interpretação da norma contida no item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado em dois momentos: à uma no item 73 do Memorando e à duas no item 97, na conclusão do Memorando, ambos transcritos abaixo:

“73. Ou seja, nosso entendimento é de que, caso o Colegiado da CVM decida que a alienação de controle da Companhia se deu em etapas, com os eventos de aquisição de ações feita pela Ofertante em 07/08/2014 e 02/04/2015, cumulativamente, a “data de aquisição do Poder de Controle”, expressão usada no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado para efeito de aplicação de sua regra, seja considerada em 02/04/2015, quando a Ofertante fez a segunda aquisição de ações, tornando-se efetivamente controladora da Companhia.”

“VI. Conclusão

97. [...] (ii) caso o Colegiado da CVM concorde com o entendimento manifestado no item (i) acima, a “data da aquisição do Poder de Controle”, expressão usada no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado para efeito de aplicação de sua regra, deve ser considerada 02/04/2015, quando Thunnus Participações S.A. fez a segunda aquisição de ações, tornando-se efetivamente a controladora da Somos Educação S.A.”

8. O tema da regra contida no item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado não foi objeto de análise mais detalhada no Memorando.

9. Em 29.09.2015, o Colegiado ratificou a conclusão da SRE acerca de

tal regra contida no Regulamento do Novo Mercado, sendo o respectivo trecho da Decisão transcrito a seguir:

“[...] a data de 02.04.2015 deve ser considerada como o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para os fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado.”

10. Após ter sido comunicada da Decisão em 07.10.2015, a Ofertante protocolou pedido para a obtenção de cópias do processo CVM nº 2015-8340 e obteve acesso ao Memorando em 16/10/2015. O objetivo de tal pedido foi buscar entender as razões pelas quais a CVM havia adotado a posição de que a data-base para fins da regra do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado deveria ser de 02/04/2015 (Data de Fechamento) e não 08/02/2015 (Data de Assinatura). Pois apenas quando foi comunicada da Decisão é que a Ofertante tomou ciência, pela primeira vez, de que o tema estava sendo discutido e apreciado no âmbito do referido processo, consistindo um dos principais objetos de deliberação pelo Colegiado da CVM.

11. Ocorre que, apesar de tal tema ter passado a ser abordado pela CVM a partir do Memorando (e, portanto, após o Recurso do Ofício 3 que consistiu na última manifestação escrita da Ofertante no âmbito do referido processo antes da Decisão pelo Colegiado), (i) a Ofertante não teve a oportunidade de se manifestar adequadamente acerca de tal questão; e (ii) nem o Memorando nem a Decisão apresentaram os fundamentos detalhados ou razões pelas quais a CVM resolveu adotar tal interpretação em relação à regra acima referida contida no Regulamento do Novo Mercado.

12. Por isso, nos estritos limites do pedido de reconsideração que, nos termos da Deliberação 463/03, visa a apreciar alegações de “omissão, obscuridade ou inexatidões materiais na decisão, contradição entre a decisão e os seus fundamentos, ou dúvida na sua conclusão”, para que eles sejam devidamente corrigidos, passa-se a, respectivamente, demonstrar que o Colegiado incorreu nas seguintes omissões:

(1) deixou de fundamentar as razões pelas quais entende que a data-base para fins da aplicação da norma prevista no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado deve corresponder à data da transferência das ações objeto da operação de alienação de controle (*closing*) (no caso em tela a Data de Fechamento) e não à data de celebração do contrato vinculante que regula os termos da operação de alienação de controle (*signing*) (no caso da Ofertante, a Data de Assinatura) – sendo esta última data o momento da primeira divulgação ao mercado e o público em geral da celebração de um negócio vinculante de alienação de controle

da Companhia;

(2) deixou de levar em consideração a função da regra prevista no item 8.2 (ii) do Regulamento Novo Mercado, à luz dos bens jurídicos que tal

(3) não esclareceu se a interpretação adotada pela CVM com relação ao item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado deve ser aplicável a participantes do mercado em outros casos, constituindo precedente para quaisquer operações envolvendo outras companhias que venham a acontecer no futuro.

II. Oportunidade de Manifestação e Omissão da Decisão

(1) *Oportunidade de Manifestação acerca da Função do Item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado*

13. À Ofertante não foi dada a chance de se manifestar acerca da interpretação da regra referente ao ressarcimento de acionistas que tenham alienado suas ações em bolsa previamente a uma aquisição de controle, nos termos do Regulamento do Novo Mercado. Aproveitando a oportunidade de solicitar esclarecimentos por parte da CVM nos termos deste pedido, a Ofertante, respeitosamente, gostaria de ressaltar os seguintes pontos, que julga importante quando da avaliação da CVM quanto à possível ocorrência de omissão em parte da Decisão.

14. Um dos princípios fundamentais adotados pelo Novo Mercado é o tratamento igualitário dos acionistas de Companhias que tenham aderido a tal segmento no contexto de ofertas públicas de aquisição em razão de alienação de controle. O objetivo é que, diante de tal situação, todos os acionistas não controladores tenham a oportunidade de alienar as suas ações pelo mesmo preço e nas mesmas condições⁵⁷¹, evitando distorções no preço em virtude de assimetria de informações e circunstâncias que sejam propícias à coerção de tais acionistas no âmbito de uma oferta pública.

15. Existem mecanismos de aquisição de controle que podem frustrar tal preceito, tal como a denominada “escalada acionária em bolsa de valores” que consiste na aquisição progressiva, em bolsa de valores de ações de emissão de uma companhia até que seja atingido um número suficiente de ações que assegure o poder de controle ao adquirente em questão.⁵⁷² Tal mecanismo é repellido pelo ordenamento jurídico de certos países, dentre os quais França⁵⁷³ e Estados Unidos, neste último caso através do *Williams Act* que, dentre outras regras, enquanto uma oferta

571 PRADO, Roberta Nioac – Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – *Tag Along* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, pag 63.

572 PRADO, Roberta Nioac, op. cit, pag 70.

573 Neste sentido v. OHL, Daniel. *Droit des Sociétés Cotées*. 3 ed. Paris: Litec, 2008, pag. 279

voluntária para aquisição de controle esteja em curso, proíbe a aquisição de ações de forma privada durante o período de uma oferta e determina que o preço a ser pago aos destinatários de uma oferta seja o maior preço pago pelo ofertante a qualquer acionista no decorrer da oferta, ou seja, em caso de aumento de preço, tal preço deve ser estendido a todos os acionistas que tenham alienado ações em bolsa previamente.⁵⁷⁴

16. O objetivo é assegurar um tratamento igualitário aos acionistas não controladores de uma companhia enquanto há processo de aquisição de seu controle acionário em curso, e, portanto, subsistência de imperfeições em relação à formação de preço e disponibilidade de informações para que os acionistas não controladores possam tomar decisões em relação à venda de suas ações.

17. Tais regras de proteção dos acionistas são bastante similares ao mecanismo previsto no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado⁵⁷⁵ que estabelece que o adquirente de controle deve ressarcir acionistas que tenham alienado ações em bolsa no período de 6 meses que antecederem à “data de aquisição do Poder de Controle” sujeita a determinadas condições suspensivas.

18. O cerne da questão que é objeto deste pedido de esclarecimento é justamente a determinação do significado de “data de aquisição do Poder de Controle” conforme previsto em tal item 8.2 (ii). Uma leitura sem contexto poderia levar à interpretação de que, em qualquer caso, tal expressão se refere à data em que efetivamente ocorrer a transferência de ações cujo resultado seja o adquirente se tornar controlador da companhia em questão. Contudo, esta interpretação afasta o real propósito desta regra, ficando desvirtuado o seu objetivo dentro da sistemática das regras de proteção de acionistas propostas pelo Regulamento do Novo Mercado e havendo distopia em relação ao bem jurídico que esta norma visa tutelar.

19. Como veremos adiante, especificamente no caso de operações de alienação de controle que estejam sujeitas a determinadas condições suspensivas (de forma que o negócio jurídico ocorre em duas etapas: (a) a celebração dos contratos vinculantes que o regulam – comumente

574 OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhias Abertas* – Ed. Quartier Latin, 2010. Pag. 130.

575 “8.2 Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a: (i) efetivar a oferta pública referida no item 8.1; e (ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos.”

denominado “*signing*” e (b) a consumação dos atos que constituem seu objeto – comumente denominado “*closing*”), após análise da função de tal item 8.2(ii) dentro da sistemática de proteções e garantias destinadas aos acionistas não controladores em meio a um processo de alienação de controle, a conclusão natural é de que a data que deve servir de referência para aplicação de tal norma é a data de celebração do negócio jurídico (ou *signing*) quando normalmente ocorre o primeiro anúncio ao mercado de que há uma operação de alienação de controle em curso.⁵⁷⁶

20. O objetivo maior da regra prevista em tal item 8.2(ii) é fazer contraponto ao processo de escalada acionária mencionado acima, conforme explica Roberta Nioac Prado⁵⁷⁷:

*“Já o Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, por seu turno, prevê expressamente o remédio jurídico para os casos em que o adquirente fizer uso inicialmente da escalada em bolsa e, posteriormente de contratação particular de compra de ações celebrada com o acionistas controlador, nos termos do seu Regulamento de Listagem no item 8.2”*⁵⁷⁸

21. Assim, no caso de operações em dois passos, estaríamos esvaziando a norma de seu sentido, no caso de interpretarmos tal regra de forma que “data de aquisição do Poder de Controle” - a partir da qual é determinado o período de seis meses durante o qual os acionistas não controladores fazem jus ao ressarcimento lá previsto – corresponda à data em que ocorrer conclusão (fechamento/*closing*) e não à data em que ocorre o anúncio da celebração (*signing*) de uma operação privada de alienação de controle.

22. Ora, se o referido item 8.2(ii) é justamente um remédio para processos de escalada acionária, tal proteção se insere em circunstâncias em que enquanto o mercado ignora a existência da intenção de aquisição do controle proposta por um terceiro e em que condições tal controle deve ser adquirido, especialmente com relação ao preço e forma de aquisição.

23. Uma vez que uma operação privada de alienação de controle é divulgada ao mercado, passa a haver plena informação ao mercado de diversos aspectos de tal operação, dentre os quais o preço de aquisição, as partes envolvidas e os principais termos e condições da operação, bem como sobre a formulação de oferta pública de aquisição. Em outras pa-

⁵⁷⁶ Nota: Tais operações bipartidas (entre *signing* e *closing*) são relativamente usuais, tendo em vista que em diversos casos, a alienação de controle está condicionada suspensivamente à aprovação prévia por parte de diferentes autoridades públicas, tais como CADE, Banco Central, Anatel etc. Naturalmente, existem diversas outras razões que podem levar a um negócio jurídico de alienação de controle ocorrer em duas etapas, conforme mencionado.

⁵⁷⁷ PRADO, Roberta Nioac, op. cit, pag 76.

⁵⁷⁸ Trata-se do mesmo item 8.2. do Regulamento de Novo Mercado que está sendo abordado neste pedido.

lavras, os acionistas que tenham negociado suas ações em bolsa previamente ao anúncio de tal operação de alienação de controle (que usualmente é o anúncio da celebração do contrato vinculante que regula os termos de tal operação) o terão feito sem ter conhecimento de diversas informações relevantes. Diferentemente do acionista que negociar suas ações em bolsa após o anúncio da referida operação hipotética de alienação de controle, que o terá feito à luz de diversas informações igualmente relevantes. Tal situação pode gerar preços desiguais e outras distorções relevantes, de forma que o item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado deve tutelar o acionista menos informado (ou seja, o acionista que negociou ações em bolsa desconhecendo os termos da operação de alienação de controle que viria a ser celebrada posteriormente).

24. Para exemplificar, usando o caso concreto da Ofertante objeto da Decisão: (i) em 09/02/2015, foi anunciada a celebração do Contrato, sendo informando o preço por ação, que se tratava de instrumento vinculante, e descrevendo termos e condições para a aquisição das ações que eram de titularidade dos antigos controladores da Companhia que seria concluída posteriormente; e (ii) em 02/04/2015 foi concluída a operação com a transferência das ações nos mesmos termos do Contrato já divulgados anteriormente, sem qualquer modificação.

25. Assim, segundo a Decisão (a despeito da ausência de fundamentação específica), a expressão “data de aquisição do Poder de Controle” prevista no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado em sua literalidade corresponderia ao fechamento, ocorrido em 02/04/2015, o que resultaria em distorções relevantes, conforme abordado ao longo deste pedido.

26. Não nos parece fazer sentido que o Regulamento do Novo Mercado (1) se preocupe em proteger e ressarcir um acionista que, de posse das informações divulgadas em 09/02/2015, especialmente o preço a ser raticado na OPA e em uma situação de plena simetria de informações, decide vender suas ações em bolsa por preço inferior ao preço a ser praticado em OPA; *enquanto* (2) deixa de proteger e ressarcir um acionista que desconhecia as informações referentes à operação de aquisição de controle e negociou suas ações em bolsa previamente a 09/02/2015 desconhecendo as circunstâncias de uma operação que viria a ser celebrada posteriormente.⁵⁷⁹

579 Nota: em função do intervalo de cerca de dois meses entre a Data de Assinatura e a Data de Fechamento, o intervalo de 6 meses conforme a interpretação da CVM acaba por cobrir também acionistas que eventualmente tenham alienado suas ações antes da Data de Assinatura, havendo, portanto, uma interseção ou *overlap* de coberturas. Contudo, tal *overlap* é circunstancial de forma que se, por qualquer razão, houvesse intervalo maior que 6 meses entre Data de Assinatura e Data de Fechamento, a regra prevista no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado ora em comento restaria inteiramente distorcida.

27. Tal situação feriria alguns dos princípios básicos que o a legislação e regulamentação aplicável, bem como Novo Mercado visa a preservar, tais como o tratamento igualitário entre acionistas, assegurar a simetria de informações públicas e evitar mecanismos que possam resultar em coerção ou afetar a capacidade de os acionistas destinatários decidirem livremente a adesão a uma oferta pública.

28. Por isso, no caso de uma operação de alienação de controle que é realizada em dois passos (*signing/closing*) de forma privada, parece-nos que, para fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado, a expressão “data de aquisição do Poder de Controle” deve corresponder à data em que a operação for anunciada pela primeira vez ao mercado (ou *signing*).

29. Foi em prol deste mesmo princípio da isonomia de tratamento que tal mecanismo foi alterado quando da reforma do regulamento do novo mercado que entrou em vigor em 10/05/2011 conforme ilustrado pela tabela abaixo. O objetivo era aperfeiçoar o mecanismo de forma a assegurar o tratamento igualitário entre acionistas destinatários de uma oferta, de forma que não fossem ressarcidos apenas aqueles acionistas que houvessem alienado ações diretamente ao ofertante (como ocorreu no caso da GVT-Vivendi abordado no item “2” a seguir), mas sim todos os acionistas que houvessem alienado ações em bolsa de valores no respectivo período de seis meses.

Linguagem Original	Linguagem Alterada	Justificativa da BMF&Bovespa
§ 2 Aquisição de Controle por meio de Aquisições Sucessivas. Aquele que já detiver ações da companhia e que venha a adquirir o Poder de Controle da mesma, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações obrigará o acionista a: (i) Efetivar a oferta pública prevista no item 8.1, e; (ii) Ressarcir os acionistas de quem tenha comprado ações de bolsa até seis meses anteriores a data de Alienação de Controle, a quem deverá pagar a diferença entre o preço pago ao Aionista Controlador alienante e ao preço pago em bolsa, por ações da companhia neste período, devidamente atualizado.	§ 2 Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, titular de 50% de capital social da companhia, envolvendo qualquer quantidade de ações obrigará o acionista a: (i) Efetivar a oferta pública prevista no item 8.1, e; (ii) Pagar nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre e o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos seis meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o adquirente realizou as aquisições proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma cabendo à BMF&Bovespa operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos.	Aprimoramento da redação do dispositivo nos seguintes pontos: a) Compatibilização desta regra de aquisição de controle com a seção IX que trata da OPA por atingimento de participação relevante; b) detalhamento da obrigação do Adquirente de pagar a diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida nos seis meses anteriores à data de aquisição do Poder de Controle.

(2) Caso Vivendi - GVT

30. O caso da aquisição de controle da GVT Holding S.A. (“GVT”) pela Vivendi S.A. (“Vivendi”) foi objeto de diversos processos no âmbito da CVM, e, apesar de ter ocorrido anteriormente à alteração do Regulamento do Novo Mercado que alterou a redação do seu item 8.2(ii) e apresentar algumas particularidades que o tornam diferente do caso da aquisição de controle da Companhia pela Thunnus, este precedente pode ser bastante útil na ilustração de alguns pontos abordados ao longo deste pedido.

31. A GVT - uma companhia de telecomunicações que não possuía acionista controlador majoritário à época - foi objeto de disputa pública entre Vivendi e a Telecomunicações de São Paulo S.A. – Telesp (“Telesp”) pela aquisição de seu controle societário.

32. Após disputas públicas entre a Telesp e Vivendi nas quais a primeira chegou a lançar oferta pública voluntária para a aquisição de controle, em 13.11.2009 (“Data de Anúncio”), a GVT divulgou fato relevante informando que a Vivendi (a) teria celebrado naquela data contrato de compra e venda de ações com os antigos acionistas controladores da GVT para aquisição de 29,9% do capital social da GVT, a R\$56,00, por ação; (b) teria adquirido de terceiros 8% do capital social da GVT; (c) teria celebrado opções de compra com terceiros que lhe confeririam o direito de comprar 19,6% do capital social da GVT; (d) passaria a deter 53,7% do capital social total da GVT, se fossem exercidas as opções; e (e) realizaria a OPA obrigatória prevista no art. 254-A da Lei nº 6.404, de 1976;

33. Em 01.12.09 (“Data de Fechamento GVT”), a Vivendi divulgou que havia adquirido mais 5% do capital da GVT e que passou a ser titular de 50,9% do capital social da GVT.

34. O estatuto social da GVT continha a previsão de reembolso similar ao item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado, aos acionistas que houvessem vendido suas ações em bolsa nos 6 meses anteriores à data da alienação do controle, da diferença entre o valor pago aos acionistas e o valor pago ao controlador (art. 42).

35. O edital da oferta pública da GVT também continha tal previsão (item 6.3) razão pela qual em análise anterior a SRE havia entendido que o art. 42 do Estatuto Social teria sido devidamente observado (Processo RJ2009-12019).

36. Segundo o edital da oferta pública, a Vivendi iria pagar aos acionistas dos quais houvesse comprado ações em bolsa de valores nos seis

meses anteriores a 13 de novembro de 2009 (portanto, Data de Anúncio o que equivaleria ao conceito de *signing* aborado ao longo deste pedido) a diferença entre o preço pago a cada acionista alienante e o pago aos antigos acionistas controladores atualizado até o momento do pagamento pela variação positiva do IPCA, nos termos do artigo 42 do Estatuto Social da GVT.

37. A discussão acerca do ressarcimento de acionistas que alienaram suas posições em bolsa previamente à Data de Anúncio estava pautada na redação do artigo 42 do Estatuto Social (que essencialmente replicava a redação do antigo item 8.2 do Regulamento Novo Mercado, que para fins de nosso exercício de comparação é equivalente à nova redação do item 8.2 no que se refere ao conceito de data-base para referência do período de seis meses da regra de ressarcimento).

38. Assim, transportarmos o raciocínio descrito anteriormente quanto à forma de interpretação da regra prevista no novo item 8.2(ii) para o caso da GVT/Vivendi, parece-nos que todos os argumentos em defesa da adoção da data de anúncio (*signing*) como data-base para aqueles fins ficam corroborados na medida em que tal regra cumpriria de forma mais plena seus objetivos. Para tanto, basta considerarmos que os acionistas que foram tutelados e, portanto, ressarcidos, no caso GVT/Vivendi foram aqueles que realizaram negociações nos seis meses anteriores à Data de Anúncio, visto que desconheciam completamente os termos e condições para a aquisição de controle da GVT, que passou a ser regulada através de contratos vinculantes celebrados e divulgados na Data de Anúncio. A efetiva aquisição do controle majoritário pela Vivendi apenas ocorreu cerca de 20 dias após tal data, na Data de Fechamento GVT.

39. A Data de Anúncio equivale ao conceito de data de *signing* conforme descrito anteriormente, visto que (1) foi a primeira divulgação ao mercado comunicando a celebração de contratos definitivos; e (2) apenas com a divulgação dos termos e condições do negócio celebrado entre Vivendi e GVT é que o mercado em geral tomou conhecimento do preço praticado em tal operação.

40. Pelas razões acima, o caso GVT/Vivendi reforça o entendimento segundo o qual o real objetivo da norma prevista no Regulamento do Novo Mercado é constituir mecanismo de proteção para acionistas que negociem suas ações em bolsa em períodos que antecedam os primeiros anúncios ao mercado de alienação de controle de companhias abertas. A norma em questão em nada agrega ou protege os acionistas que negociem suas ações em bolsa após a primeira divulgação ao mercado da celebração de contratos que regulem a alienação de controle, pois os preços informados em tais anúncios quase que invariavelmente passam

a balizar a cotação das ações da companhia em questão e a partir de tal momento já há obrigações de amplo *disclosure* acerca do negócio de alienação de controle em curso⁵⁸⁰.

(3) CONCLUSÕES E PEDIDOS

41. Tais fatos impactam diretamente a Decisão do Colegiado objeto deste pedido de reconsideração, na medida em que (1) evidenciam o esvaziamento do sentido da norma prevista no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado quando aplicada conforme a interpretação expressa na Decisão; (2) ressaltam aspectos da controvérsia acerca da interpretação de tal norma que deixaram de ser abordados e debatidos na Decisão e nos posicionamentos da área técnica; e (3) ilustram a relevância do tema para diversos tipos de operações de aquisição de controle, não se limitando ao caso da Ofertante e da Companhia, sendo importante uma clara orientação por parte da CVM com relação à interpretação da norma em questão que deve ser adotada de maneira geral em outros casos futuros.

42. Caso o Colegiado concorde com a interpretação defendida ao longo desde pedido, solicita-se, respeitosamente, a retificação da omissão em sua Decisão inicial, e o esclarecimento quanto à sua aplicabilidade a outros casos. Solicita-se, ainda, a avaliação da conveniência de se determinar que a interpretação trazida pela nova decisão (qualquer que seja) passe se aplicar apenas a operações futuras e subsequentes a tal decisão final em prol de uma maior segurança jurídica e previsibilidade para os participantes do mercado.

43. Por fim, informa-se que nesta data se solicitará efeito suspensivo à Decisão, de modo a preservar a efetividade deste pedido.”

III. Considerações da BM&FBovespa

24. Tendo em vista o teor do presente Pedido de Reconsideração, o qual refere-se a dispositivo normativo elaborado pela BM&FBovespa, encaminhamos Ofício àquela instituição solicitando manifestação quanto à aplicabilidade do dispositivo em questão, a qual transcrevemos abaixo:

“Fazemos referência ao Ofício nº 189/2015/CVM/GER-1 (“Ofício CVM”), relativo a pedido de reconsideração apresentado por Thunnus Participações S.A. (“Thunnus”) contra decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (“Decisão”) de 29/09/2015, a qual negou provimento a recurso interposto por Thunnus contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários, no âmbito de pedido de registro de oferta

580

nº 358/02.

V. art. 2, parágrafo único, in. I e II, art. 10, parágrafo único, in. I a VIII, art 12, § 5º, todos da Instrução CVM

pública de aquisição de ações ordinárias por alienação de controle da Somos Educação S.A. (“Companhia”).

Em atendimento ao Ofício CVM, servimo-nos da presente para, tendo em vista a deliberação (ii) da citada Decisão 581, manifestar o entendimento da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA”) a respeito (i) da interpretação do item 8.2 (ii) 582 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado (“Regulamento do Novo Mercado”); e (ii) do marco a ser considerado (signing ou closing), no presente caso, para efeitos da aplicação do mencionado dispositivo do Regulamento do Novo Mercado. (grifo nosso)

O item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado estabelece a obrigação de o adquirente do poder de controle pagar quantia equivalente à diferença entre o preço praticado em operação de alienação de controle e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 meses anteriores à data da aquisição do poder de controle àqueles que venderam suas ações nas mesmas sessões de negociação em que o futuro adquirente do poder de controle realizou compras dessas ações.

A referida obrigação tem por objetivo tutelar situação em que poderia haver um benefício por parte do adquirente do poder de controle – tendo em vista assimetria informacional que poderia reduzir o custo total da aquisição de controle – a partir de anteriores aquisições de ações efetuadas em bolsa por preço inferior ao praticado na operação de alienação.

Neste sentido, em que pese a redação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, que impõe a referida obrigação na hipótese de aquisições realizadas nos “(...) 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle (...)” corroboramos o entendimento sustentado por Thunnus no pedido de reconsideração, de que, a depender da estrutura da operação de alienação de controle, uma interpretação literal do dispositivo pode não se alinhar à finalidade da regra.

Dessa forma, em operações de alienação de controle acionário consubstanciadas, em um primeiro momento, pela contratação da

581 “(...) (ii) a data de 02.04.2015 deve ser considerada como o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para os fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado”.

582 “8.2 Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a: “(i) efetivar a oferta pública referida no item 8.1; e “(ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos” (Destacado).

alienação de controle (signing), seguida de posterior verificação de condições e efetiva transferência das respectivas ações (closing), o marco a ser considerado para os efeitos da aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado deverá ser aquele em que a assimetria informacional deixa de existir, o que ocorre no momento da divulgação da operação ao mercado realizada após a contratação da alienação de controle (signing).

Assim, entendemos que, no caso concreto, a referência para aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado deve ser 09/02/2015, data da divulgação do fato relevante por meio do qual a Companhia tornou públicas as informações pertinentes a alienação de seu controle acionário, inclusive o preço por ação. (grifo nosso)

Interpretação no sentido de que o prazo de 6 meses constante do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado deveria ser contado a partir da data da efetiva transferência das ações, conforme constante da Decisão, representaria, a nosso ver, um importante prejuízo à regra acima mencionada, na medida em que:

(i) estaria, de um lado, impondo a obrigação a um período em que não mais existe a assimetria informacional, beneficiando economicamente acionistas que, no momento em que alienaram suas ações, já tinham conhecimento da contratação da alienação de controle, dos principais termos da operação e, conseqüentemente, do preço da futura OPA a ser realizada pelo adquirente do controle; e

(ii) poderia deixar de capturar período em que houve benefício, a partir de assimetria informacional, sem promover qualquer compensação econômica aos acionistas que venderam suas ações em momento no qual as informações ainda não eram conhecidas.

Sem prejuízo de tais considerações, em linha com o constante aprimoramento das regras previstas nos Regulamentos dos Segmentos Especiais da BM&FBOVESPA, em especial do Novo Mercado, serão avaliados ajustes ao referido item 8.2 (ii), de modo a evitar eventual ambigüidade de interpretação."

[....]

IV. Nossas Considerações

25. Preliminarmente, ao analisarmos as alegações apresentadas pela Ofertante no Pedido de Reconsideração, cabe esclarecer que o pleito em tela foi embasado nos termos do item IX da Deliberação CVM 463, conforme transcrito abaixo:

“IX - A requerimento de membro do Colegiado, do Superintendente que houver proferido a decisão recorrida, ou do próprio recorrente, o Colegiado apreciará a alegação de existência de erro, omissão, obscuridade ou inexactidões materiais na decisão, contradição entre a decisão e os seus fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, corrigindo-os se for o caso, sendo o requerimento encaminhado ao diretor que tiver redigido o voto vencedor no exame do recurso, no mesmo prazo previsto no item I, e por ele submetido ao Colegiado para deliberação.”

26. Segundo a Ofertante, o Colegiado da CVM teria incorrido nas seguintes omissões, no âmbito da decisão datada de 29/09/2015:

“(1) deixou de fundamentar as razões pelas quais entende que a data-base para fins da aplicação da norma prevista no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado deve corresponder à data da transferência das ações objeto da operação de alienação de controle (closing) (no caso em tela a Data de Fechamento) e não à data de celebração do contrato vinculante que regula os termos da operação de alienação de controle (signing) (no caso da Ofertante, a Data de Assinatura) – sendo esta última data o momento da primeira divulgação ao mercado e o público em geral da celebração de um negócio vinculante de alienação de controle da Companhia;

(2) deixou de levar em consideração a função da regra prevista no item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado, à luz dos bens jurídicos que tal norma visa tutelar; e (3) não esclareceu se a interpretação adotada pela CVM com relação ao item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado deve ser aplicável a participantes do mercado em outros casos, constituindo precedente para quaisquer operações envolvendo outras companhias que venham a acontecer no futuro.”

27. Antes de passarmos à análise do mérito do pleito em questão, cabe tecermos alguns esclarecimentos a respeito do embasamento apresentado pela Ofertante para subsidiá-lo, conforme se verifica da leitura dos 3 itens expostos acima.

28. Primeiramente, cale ressaltar que a definição da data-base para fins de aplicação do disposto no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado só veio à tona quando da interposição de recurso contra a decisão da SRE, que solicitou a atualização do valor por ação no âmbito do pedido de registro da OPA, conforme mencionamos no parágrafo 11 acima.

29. Naquela ocasião, a Ofertante solicitou que a data-base para aplicação do disposto no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado fosse 07/08/2014 (e não 02/04/2015, como havia entendido a SRE), nos seguintes termos:

“De forma subsidiária e unicamente no caso de a SRE não reconsiderar

a Posição da SRE, e, caso aplicável, o Colegiado da CVM também decida por mantê-la, a Ofertante pede que a CVM confirme que a data-base a partir da qual será aplicável o período de 6 meses mencionado no item 8.2 do Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa passe a ser 07/08/2014 e não 02/04/2015. Desta forma a Ofertante não seria obrigada a ressarcir, nos termos de tal regulamento, as pessoas de quem adquiriu ações de emissão da Companhia nos 6 meses anteriores a 02/04/2015, mas sim as pessoas de quem tiver adquirido ações nos 6 meses anteriores a 07/08/2014.”

30. Sobre esse ponto, cabe relembrar o entendimento desta área técnica, o qual foi acompanhado pelo Colegiado da CVM na decisão datada de 29/09/2015, de que a alienação de controle da Companhia deve ser vista como um conjunto de operações que contou com três etapas, quais sejam:

(i) em 07/08/2014, quando a Ofertante efetivou a aquisição de 32.880.263 ações ordinárias e 19.142.468 ações preferenciais, ao valor de R\$ 11,67 por ação;

(ii) em 02/04/2015, quando a Ofertante efetivou a aquisição de 33.594.740 ações ordinárias, ao valor de R\$ 12,33 por ação, além de ter efetivado o pagamento de R\$ 0,67 por ação adquirida em 07/08/2014; e

(iii) em 04/05/2015, quando a Ofertante efetivou a aquisição de 20.557.367 ações ordinárias, ao valor de R\$ 12,33 por ação.

31. Ademais, a despeito de a alienação de controle da Companhia ter se configurado nas três etapas supramencionadas, concluímos à época que a data que deveria ser considerada como aquela em que houve a aquisição do Poder de Controle, para fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado, era 02/04/2015, quando a Ofertante fez a segunda aquisição, tornando-se detentora de quantidade de ações que garantiram o efetivo controle da Companhia, e não 07/08/2014, conforme solicitava a Ofertante.

32. O Colegiado da CVM, por sua vez, acompanhou esta área técnica e deliberou pelo indeferimento do recurso da Ofertante e manutenção do entendimento da SRE, conforme expusemos no parágrafo 2º acima.

33. Dessa forma, com essa breve recapitulação dos fatos, verifica-se que a discussão que se deu a respeito da data-base para aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado não considerou, nem pela SRE, muito menos pela Ofertante, a possibilidade de se utilizar a data da assinatura dos contratos que resultaram na efetiva alienação de controle da Companhia (*signing*), qual seja, 09/02/2015.

34. Assim, somente com o Pedido de Reconsideração é que a Ofertante trouxe fundamentações e precedentes para que a definição da data-base a ser utilizada para fins de aplicação do disposto no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado não seja a

data de 02/04/2015, mas sim 09/02/2015 (e não mais 07/08/2014, conforme solicitava a Ofertante na interposição de seu recurso).

35. Portanto, apenas agora, com base nas fundamentações apresentadas pela Ofertante no âmbito do Pedido de Reconsideração, podemos nos manifestar de forma devida sobre as alegadas omissões relatadas no parágrafo 26 acima, o que faremos a seguir.

36. Primeiramente, vale recapitular o que prevê o item 8.2 do Regulamento do Novo Mercado:

“8.2 Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a:

(i) efetivar a oferta pública referida no item 8.1; e

*(ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à **data da aquisição do Poder de Controle**, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos.” (grifo nosso)*

37. Ademais, sobre a tutela pretendida pelo item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, cabe ressaltar trecho da manifestação da BM&FBovespa em real interpretação autêntica, constante da seção III do presente memorando, com a qual concordamos:

“O item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado estabelece a obrigação de o adquirente do poder de controle pagar quantia equivalente à diferença entre o preço praticado em operação de alienação de controle e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 meses anteriores à data da aquisição do poder de controle àqueles que venderam suas ações nas mesmas sessões de negociação em que o futuro adquirente do poder de controle realizou compras dessas ações.

A referida obrigação tem por objetivo tutelar situação em que poderia haver um benefício por parte do adquirente do poder de controle – tendo em vista assimetria informacional que poderia reduzir o custo total da aquisição de controle – a partir de anteriores aquisições de ações efetuadas em bolsa por preço inferior ao praticado na operação de alienação.” (grifo nosso)

38. Como se vê, na essência, o dispositivo em questão tem por objetivo compensar possíveis prejuízos causados a detentores de ações em circulação, por conta da assimetria informacional existente entre eles e o adquirente do controle de companhia listada no Novo Mercado.

39. Conforme prevê o referido dispositivo, estipulou-se que tal assimetria estaria presente nos 6 meses que antecederem a data da aquisição do Poder de Controle, cabendo, dessa forma, o ressarcimento aos acionistas que venderam suas ações em bolsa, naquele período, por valor inferior àquele fechado com o antigo controlador na operação de alienação de controle (caso o adquirente do controle tenha realizado aquisição de ações nos mesmos dias).

40. Assim, nota-se que a atribuição de “data da aquisição do Poder de Controle”, como a data-base para se definir o período no qual acionistas devem ser reembolsados por terem alienado suas ações a valor inferior ao preço praticado na alienação de controle, visa justamente atender ao objetivo supramencionado, qual seja, evitar que um acionista aliene suas ações enquanto o adquirente do controle adquire ações em bolsa, pouco antes de ser levado a público a alienação de controle de uma companhia, a qual resultaria na realização de uma OPA em condições mais favoráveis.

41. Portanto, levando-se em conta a tutela pretendida com o dispositivo em comento, a nosso ver, pode haver uma interpretação subjetiva quanto à definição de “data da aquisição do Poder de Controle”, de forma que venha a cumprir com sua finalidade de realmente prover um tratamento adequado no que se refere à assimetria informacional, a qual se estipulou existir nos 6 meses que antecedem o fechamento de uma operação de alienação de controle.

42. Também nos parece ser esse o entendimento da BM&FBovespa, que é a entidade responsável pela elaboração do Regulamento do Novo Mercado, conforme trecho da manifestação constante da seção III do presente Memorando, nos seguintes termos:

“(...)em que pese a redação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, que impõe a referida obrigação na hipótese de aquisições realizadas nos (...) 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle (...)’ corroboramos o entendimento sustentado por Thunnus no pedido de reconsideração, de que, a depender da estrutura da operação de alienação de controle, uma interpretação literal do dispositivo pode não se alinhar a finalidade da regra.”

43. Logo, para o presente caso, entendemos que, de posse dos argumentos trazidos no Pedido de Reconsideração, bem como dos argumentos apresentados pela BM&FBovespa, uma análise criteriosa possa ser feita para tratar da definição da “data da aquisição do Poder de Controle” que melhor atenda à finalidade prevista no Regulamento do Novo Mercado.

44. Voltando à análise das especificidades do caso concreto, cabe relembra que a alie-

nação de controle da Companhia, conforme descrita no parágrafo 30 acima, ocorreu por meio de três etapas de aquisição de ações.

45. Na segunda etapa, concretizada em 02/04/2015, é que, juntamente com a primeira etapa concretizada em 07/08/2014, houve a aquisição de quantidade de ações que efetivamente garantiu à Ofertante o controle da Companhia.

46. Não obstante, conforme se depreende da documentação que instruiu o pedido de registro de Oferta, essa segunda etapa de aquisição de ações passou por momentos diferentes, quais sejam:

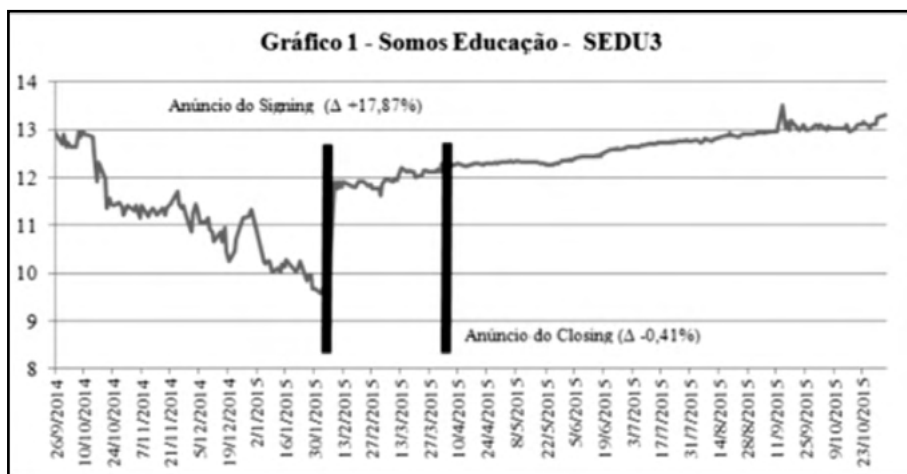
(i) Em 14/11/2014, a Ofertante apresentou Proposta Indicativa e não-vinculante (fls. 17 a 18) aos antigos controladores da Companhia (“Bloco AbrilPar”), propondo a aquisição do restante de suas ações pelo preço de R\$ 12,33 por ação, o que, em conjunto com a aquisição de ações realizada em 07/08/2014, representaria a aquisição, pela Ofertante, da totalidade das ações de controle da Companhia e, conseqüentemente, a alienação de seu controle. Tal proposta não foi divulgada ao público à época. Ademais, por ser não-vinculante, não importaria obrigação de sua conclusão por parte da Ofertante;

(ii) Em 08/02/2015, a Ofertante e o Bloco AbrilPar assinaram aditivo (signing) ao contrato de compra de ações que tratou da aquisição da primeira operação de alienação de ações da Companhia. Em tal aditivo, ficou acertada a alienação do restante das ações do Bloco AbrilPar em duas etapas adicionais (2ª e 3ª etapas) e o compromisso da Ofertante em realizar a OPA por alienação de controle, assim que fosse concluída a transação. Tal operação foi divulgada ao mercado por meio de Fato Relevante, em 09/02/2015 (fls. 35 a 37); e

(iii) Em 02/04/2015, a 2ª etapa supramencionada foi efetivada (closing), com a transferência de ações do Bloco AbrilPar para a Ofertante e a consequente liquidação financeira da operação. Tal operação foi divulgada por meio de Comunicado ao Mercado naquela mesma data (fls. 38 e 39).

47. Das etapas descritas acima, verifica-se que o segundo momento (signing), ocorrido em 08/02/2015, e divulgado ao mercado em 09/02/2015, parece ter sido mais importante para os titulares de ações em circulação, do ponto de vista informacional quanto à concretização da alienação de controle da Companhia, do que o terceiro momento, qual seja, o closing, em que houve a efetiva aquisição das ações, a qual já estava contratada desde o signing.

48. De forma a subsidiar nossa análise, apresentamos abaixo o gráfico com as cotações de fechamento das ações da Companhia negociadas na BM&FBovespa, de 26/09/2014 a 23/10/2015:



49. Da leitura do gráfico acima, verifica-se que há duas indicações: a primeira diz respeito ao pregão seguinte à divulgação do Fato Relevante que comunicou o signing da operação (09/02/2015), enquanto a segunda refere-se ao pregão seguinte ao Comunicado ao Mercado que deu ciência do closing da operação (02/04/2015).

50. Considerando o exposto acima, percebe-se claramente que a divulgação do signing da operação teve efeito imediato na cotação das ações. No dia de sua divulgação, as ações da Companhia fecharam com valorização de 17,87%, subindo de R\$ 10,09 para R\$ 11,90, vindo a se aproximar do preço de R\$ 12,33, que fora o preço de aquisição anunciado.

51. Tal diferença entre o preço anunciado e o preço no qual as ações passaram a ser negociadas no mercado pode eventualmente ser explicado pelo desconhecimento com relação à data exata em que ocorreria o closing, data essa que o mercado talvez tenha arbitrado como sendo a partir da qual seria aplicada a atualização do preço da OPA em sua futura liquidação. Dessa forma, pode ter-se aplicado um desconto no preço da operação (R\$ 12,33) de modo que as cotações fossem subindo gradativamente até atingir o referido patamar no momento em que houvesse o fechamento da operação (closing).

52. Conforme se depreende ainda da análise do gráfico em questão, no dia seguinte à divulgação do closing da operação (02/04/2015), as ações da Companhia fecharam em queda de -0,41%, saindo de R\$ 12,29 para R\$ 12,24, ou seja, sem grandes alterações por conta do referido evento, e a partir daí continuaram a ser transacionadas no patamar do preço da OPA, como já vinha sendo observado desde o signing.

53. Assim, considerando a tutela pretendida pelo item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, conforme já discutimos acima, parece-nos razoável que se considere, para fins específicos de sua aplicação no caso concreto, a “data da aquisição do Poder de Controle” como sendo 09/02/2015, ou seja, o signing, dado que a partir dessa data o mercado encontrou-se plenamente informado sobre a operação, a qual tinha caráter

vinculante, dada a documentação firmada desde aquele momento.

54. Em relação à data de 02/04/2015, que anteriormente havíamos definido como a data a ser considerada para fins de aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, entendemos agora, após análise criteriosa da tutela pretendida pelo dispositivo em questão vis a vis as especificidades do caso concreto, que a mesma não poderia ser considerada como data-base para fins de aplicação do referido dispositivo, tendo em vista que o acionista que alienou suas ações após 09/02/2015 o fez ciente da alienação de controle da Companhia, já contratada, e da OPA vindoura.

55. Portanto, parece-nos razoável que a Ofertante não esteja obrigada a ressarcir acionistas que operaram em bolsa cientes das mudanças societárias a serem efetivadas na Companhia.

56. Logo, concordamos com o entendimento da Ofertante de que o item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado deve tutelar o acionista menos informado, ou seja, aquele que alienou ações sem saber os termos da operação de alienação de controle da Companhia que viria a ser celebrado e tornado público posteriormente.

57. Ademais, para além da análise restrita quanto à aplicabilidade do referido item do Regulamento do Novo Mercado, a Ofertante, em suas alegações, mencionou ainda um precedente referente ao Pedido de Unificação de OPA de GVT Holding S.A. (Processo nº RJ-2009-11570), o qual foi deliberado pelo Colegiado da CVM em 23/03/2010.

58. Aquele caso tratou da unificação da OPA de GVT Holding S.A. (“GVT”), por alienação de controle, para cancelamento de registro, por aumento de participação e para saída do Novo Mercado.

59. Naquela ocasião, o Estatuto Social da GVT contava com dispositivo similar ao constante no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado à época, conforme podia ser visto no inciso II do art. 42 do referido Estatuto.

60. O Colegiado da CVM à época deferiu o pedido de unificação daquela OPA, acompanhando o Memo/SRE/GER-1/52/10, por meio do qual foi destacado que *“a Vivendi [Ofertante daquela OPA] irá pagar aos acionistas dos quais tenha comprado ações em bolsa de valores nos 6 meses anteriores a 13 de novembro de 2009 (data da alienação de controle da Companhia) a diferença entre o preço pago a cada acionista alienante e o pago aos acionistas controladores (R\$ 56,00) atualizado até o momento do pagamento pela variação positiva do IPCA, em cumprimento ao disposto no inciso II do art. 42 do estatuto social da Companhia.”* (grifo nosso)

61. A data em questão, 13/11/2009, foi a data em que a GVT divulgou que seu controle havia sido alienado à Vivendi S.A. Não obstante, naquela data, a Vivendi S.A. teria de fato apenas firmado contratos derivativos, por meio dos quais viria efetivamente a assumir o controle de GVT no mês seguinte.

62. Assim, conforme alega a Ofertante, a CVM considerou a data do *signing* de tais

operações (13/11/2009) como a data-base para o ressarcimento a acionistas que teriam alienado suas ações sem ter conhecimento da alienação de controle de GVT, para efeito de cumprimento do disposto no inciso II do art. 42 de seu Estatuto Social.

63. Após o *signing*, mesmo durante o período em que não havia ainda ocorrido a efetivação das transações societárias previstas, não houve a tutela do acionista que alienou ações, pois aquele acionista que ocasionalmente o fez, após a data de divulgação das referidas operações, atuou sabendo da operação de alienação de controle (sobre a qual havia a informação de que já teria sido contratada).

64. Dessa forma, reconhecemos que o precedente em questão reforça o entendimento de que a tutela prevista pelo item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado depende da correta definição da “data de aquisição do Poder de Controle”, levando-se em conta, para tal, as características do caso concreto.

65. De volta ao presente caso, cabe ressaltar as seguintes características existentes no mesmo, que fundamentam nosso entendimento de que a data de 09/02/2015 (*signing*) deve ser considerada como data-base para aplicação do referido dispositivo:

(i) a data do *signing* representou a efetiva assinatura de contrato vinculante de aquisição de ações, sendo imediatamente divulgada, com o referido preço das transações, por meio de Fato Relevante, dando pleno conhecimento ao mercado da operação, o que se refletiu, conforme visto no Gráfico 1 acima, na cotação das ações da Companhia; e

(ii) o *closing* da operação só dependia de certas condições suspensivas usuais nesse tipo de transação, não dependendo, a princípio, de situações que pudessem reverter ou modificar a operação por pura liberalidade de uma das partes.

66. Assim, propomos a reforma da decisão do Colegiado da CVM de 29/09/2015, por meio da qual, acompanhando o entendimento desta área técnica, deliberou que a data de 02/04/2015 fosse considerada como aquela em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para os fins do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, passando a ser considerada a data de 09/02/2015 para aplicação do referido dispositivo.

67. A Ofertante pleiteia, ainda, no Pedido de Reconsideração, o esclarecimento sobre a aplicabilidade do presente entendimento a outros casos e também a avaliação da conveniência de se determinar que a interpretação trazida pela decisão que prosperar do referido pleito passasse a se aplicar apenas a operações futuras e subsequentes, em prol de uma maior segurança jurídica e previsibilidade para os participantes no mercado.

68. Em relação a esses pontos, entendemos que as peculiaridades de cada alienação de controle deverão ser analisadas, para então se determinar, caso a caso, qual seria a data-base para efeito de aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado.

69. Tal análise deverá levar em conta, juntamente com as características de cada operação, o objetivo principal do referido dispositivo, qual seja, a efetiva tutela da assimetria informacional existente entre o adquirente do controle e os detentores de ações em circulação, no período que antecede, na essência, o fechamento da operação de alienação de controle, conforme fizemos no presente caso.

70. Sobre esse ponto, inclusive, cabe mencionar uma passagem constante da manifestação da BM&FBovespa, transcrita na seção III do presente Memorando, por meio da qual fica claro o entendimento de que utilizar a data do *signing* para efeito de aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado faria sentido considerando as características do presente caso:

“Assim, entendemos que, no caso concreto, a referência para aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado deve ser 09/02/2015, data da divulgação do fato relevante por meio do qual a Companhia tornou públicas as informações pertinentes a alienação de seu controle acionário, inclusive o preço por ação.” (grifo nosso)

V. Conclusão

71. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Pedido de Reconsideração da decisão do Colegiado da CVM datada de 29/09/2015 (“Decisão”) à SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, nos termos do inciso IX da Deliberação CVM 463, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, sugerindo:

(i) a reforma de parte da Decisão, de modo a reconhecer que a data-base para aplicação, ao presente caso, do disposto no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado é 09/02/2015, e não 02/04/2015, como havia sido decidido; e

(ii) o reconhecimento de que deve haver uma análise criteriosa das características de cada caso concreto para se definir a data para aplicação do referido dispositivo, de modo a garantir a tutela por ele pretendida.

Atenciosamente,

(assinado eletronicamente por)

GUSTAVO LUCHESE UNFER
ANALISTA GER-1

(assinado eletronicamente por)

RAUL CORDEIRO DE CAMPOS
GERENTE DE REGISTROS – 1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

24.15. CRSFN, Recurso nº 12443

355ª Sessão

Recurso 12443

Processo CVM IA-2005-3

Recurso de ofício

Recorrente: Comissão de Valores Mobiliários

Recorrido(s): Agenda Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda. (atual
 Agenda Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários LTDA.);

 Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários LTDA. (atual
 Ágora Senior Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.)

 Americainvest Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda.

 Banco Prosper S.A.

 Cinco S.A.

 Corretoras Associadas de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda.
 (atual Cruzeiro do Sul S.A. Corretora de Valores)

 Comercial S.A. Corretora de Valores de Câmbio (atual Comercial
 Asset Management Administração de Recursos S.A.)

 Equipe S.A. Corretora de Valores

 Exata Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (atual Exata
 123 Participações S.A.)

 Gamex Securities Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda.
 (atual Millennium Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.)

 Integral Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (atual Inte-
 gral Participações e Empreendimentos Ltda.)

 Norsul Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A. (atual Nor-

sul Participações S.A.)

Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda.

Prosper S.A. Corretora de Valores e Câmbio

Quality Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.

Quantia Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
(atual Quantia Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.)

Senior Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda. (atual Senior Assessoria e Consultoria Ltda.)

Sudameris Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A. (atual ABN Amro Real Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.)

Walpires S.A. Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários

Alexandre Dias Salles

Alírio Pedro Braga

Anna Regina Cruz Lehner

Antônio Carlos Reissmann

Antônio Henrique Monteiro Nascimento

Antônio Melgaço de Lima

Aristóteles Magno Muniz Moraes

Benedito Caeté Ferreira Filho

Bernardo Pinto Ferreira

Bruno Grain de Oliveira Rodrigues

Caio Tácito Giordan da Silva

Carlos Alberto Oliveira Souza

Carlos Eduardo Carneiro Lemos

Cássio Ribeiro Correa

César Luiz Lima Vidal

David Bensussan

David Jesus Gil Fernandez

Edgar da Silva Ramos
Eduardo Nogueira Gomes Pereira
Eládio Gonzalez Vazquez
Fabio Deslandes
Fernando Soares de Moura Lins
Francisco Henrique de Siqueira Carvalho de Araújo
Francisco Ribeiro de Magalhães filho
Franklin Delano Lehner
Frederico Lopez Júnior
Gerson Scaciota Rebane
Gilberto da Silva Zalfa
Gilson Araújo Júnior
Gilson Pereira Vieira da Silva
Giorgio Virzi
Guilherme Henrique Jorge O'connor
Guilherme Simões de Moraes
Jane Dantas Faria
Jayme Pereira Mello
João Carlos de Almeida Gaspar
João Luiz Franco Ferreira
José Carlos de Carvalho Dias
José Maria Bezerra da Silva
José Orlando Leite Cavalcanti
José Osvaldo Morales
José Roberto Lorenzi
Larry Pereira Martins

Lauro Mendonça Gouvêa Filho
Lavínia Ferraiuolo de Oliveira Costa
Leivi Abuleac
Lelis Alberto de Moura Nobre
Luis Felipe Indio da Costa
Luiz Antonio Sales de Mello
Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa
Luiz Fernando Sodré Imbuzeiro
Luiz Kleber Hollinger da Silva
Marcelo de Menezes Leitão
Marcelo Ferreira Martins Costa
Marcelo José Konte
Marcelo Moses Boscoli
Marcelo Vieira da Silva de Oliveira Costa
Marcos Pizarro Mello Ourivio
Mário César Nassif da Fonseca
Martha da Silva Vidal
Mauro Sérgio Paixão da Silva
Newton Leite Magalhães
Paulo Sérgio Ribeiro de Andrade
Ricardo Siqueira Rodrigues
Roberto Campos Rocha
Roberto Vieira da Silva de Oliveira Costa
Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo

Ementa: RECURSO DE OFÍCIO – Mercado de valores mobiliários – Fundos de investimento – Realização de operações fraudulentas – Negociação de ações realizada de forma indutora de prática não equitativa – Desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes das operações - Criação de condições artificiais de demanda

- Irregularidades não caracterizadas - Recurso de ofício improvido - Arquivamento.

ACÓRDÃO/CRSFN 11113/13:

Relatório

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM (“CVM”) a partir do envio do Ofício nº 1011/SPC/DEFIS (fl.12) à CVM, em 01.06.2004, contendo Relatório denominado Informação Fiscal (fls. 13 a 127) elaborado pela Secretaria de Previdência Complementar – SPC, que, no seu exercício de fiscalização na Fundação de Assistência dos Empregados da FACEB (“FACEB”), apurou a existência de operações nos mercados de ações e de opções com indício de irregularidades no período de 1999 a 2001.

2. Ao receber o r. Relatório (fls. 13 a 127), a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, iniciou as investigações para verificar as irregularidades apontadas mediante envio de solicitação, em 03.08.2004, à extinta Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – BVRJ (“BVRJ”), da listagem de negócios com ações e opções realizados em nome da FACEB e respectivas contrapartes, conforme relação anexada nos autos (fls. 129 e 130) e, em 06.08.2004, solicitou as mesmas informações à Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, atualmente, BM&FBovespa (“BM&FBovespa”) (fl. 278).

3. Após o recebimento das listagens de negócios da FACEB, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI elaborou Análise/CVM/SMI/nº 040/04, em 14.12.2004, em que propôs a abertura de inquérito administrativo por concluir que as operações investigadas (i) possuíam características de terem sido estruturas de forma que a FACEB teria deixado de ganhar cerca de R\$2.848 mil em benefício das contrapartes; e (ii) apresentavam indícios de utilização de práticas não-equitativas (fls. 2 a 8).

4. A Superintendência Geral aprovou, via despacho datado de 27.12.2004, a abertura do inquérito administrativo com a finalidade de apurar a eventual ocorrência de irregularidades em negócios realizados nos mercados à vista e de opções na BVRJ e na BM&FBovespa nos anos de 1999 a 2001 pela FACEB (fl. 10), em que a Comissão de Inquérito responsável pelas suas conduções foi designada pela Portaria CVM/SGE/nº 046 de 01.04.2004 (fl. 01), modificada parcialmente pela Portaria CVM/SEG/ nº 177 de 10.10.2005 (fl. 1.651).

5. O relatório conclusivo elaborado pela r. Comissão de Inquérito, em 01.03.2006, (fls. 3.126 a 3.202) concluiu que

“(...) as operações envolvendo a fundação foram estruturadas de maneira

a proporcionar sistemáticos e expressivos lucros a suas contrapartes, sendo que sem a efetiva participação dos comitentes com estreita ligação entre si e com as corretoras envolvidas, o esquema não poderia ter sido implementado. Os lucros auferidos pelas contrapartes da FACEB já estavam ficados por ocasião do lançamento das opções” (fl. 3.179).

Pelo dito, a Comissão de Inquerido opinou pela responsabilização por práticas não-equitativas, operações fraudulentas e criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários, definidas respectivamente, pelas alíneas “d”, “c” e “a” do item II e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 8/79, nas operações realizadas em nome e em detrimento da FACEB, em especial na BVRJ, no mercado à vista de opções em 199 e 2000 (fls. 3.179 e 3.180), com a individualização das responsabilidades constantes nas folhas 3.181 a 3.200, o que enseja aplicação das penalidades previstas no art. 11 da Lei 9.457/97.

6. Restou, assim, instaurado o procedimento administrativo sancionador CVM nº 03/05 e foi requerido, à CCP – Coordenação de Controle de Processos Administrativos, via despacho datado de 04.04.2006, que realizasse as intimações e outras providências cabíveis (fl. 3.203).

7. Em 15.05.2006, o relatório conclusivo da Comissão de Inquérito foi encaminhado (i) à Secretaria de Previdência Complementar – SPEC (ofício /CVM/SGE/nº 432/2006, fl. 3.221); (ii) à Receita Federal (ofício /CVM/SGE/nº 433/2006, fl. 3.222); e (iii) ao Ministério Público Federal do Estado do Rio de Janeiro, ao seu procurador-chefe, em função da possível existência de indícios de crime de ação penal pública (ofício /CVM/SGE/nº 431/2006, fl. 3.223) com respaldo da manifestação da Procuradoria Geral Federal Especializada – PFE constante do Despacho ao MEMO PFE-CVM/GJU-1./ nº 171/06, de 25.04.2006 (fls.3.211 a 3.213).

7. A totalidade dos acusados foi devidamente intimada entre os meses de maio e junho de 2006 (fls. 3.224 a 3.391 e 3.4790 e 3.574), sendo a última intimação realizada por edital em 21.06.2006 aos Srs. Luiz Kleber Hollinger da Silva e Francisco Ribeiro Magalhães Filho (fl. 3.584) e, após, transcorreu o processamento administrativo e julgamento pelo Colegiado da CVM.

8. Em 02.07.2008 o Colegiado da CVM entendeu, por unanimidade, pela inexistência da materialidade das imputações (fls. 5.895 a 6.006), e lavrou ementa do acórdão em questão (fl. 6.005) para constar sua decisão (i) por maioria dos votos, absolver todos os acusados das acusações imputadas; e (ii) por encaminhar o resultado do julgamento à Secretaria de Previdência Complementar – SPC e ao Ministério Público Federal do Estado do Rio de Janeiro. Fazendo constar, ainda, que a CVM ofereceria recurso de ofício a este E. Conselho.

9. A decisão por maioria dos votos é relativa a questões laterais ao mérito da controvérsia, quais sejam:

(i) Com relação à prescrição quinquenal:

- Direito-Relator Sérgio Weguelin reconheceu em seu voto que as operações realizadas antes de 03.08.1999 estavam prescritas, uma vez que ocorreram 5 (cinco) anos antes à data em que a CVM enviou ofício solicitando informações à BVRJ, em 03.08.2004, desconsiderando o fato de os acusados desconhecerem as investigações à época (fls. 5.969 a 5.994); e

- Diretor Eli Loria, em declaração de voto, entendeu de forma diversa, afastando a prescrição também para as operações realizadas antes de 03.08.1999, por defender que a investigação realizada pela SPC deve ser considerada como ato interruptivo da prescrição conforme disposto no art. 2º, II, da Lei 9.837/99 e por, no presente caso, também incidir a previsão do art. 1º, parágrafo segundo, da mesma lei, uma vez que deve ser aplicado o prazo prescricional da lei penal diante do enquadramento, em tese, dos crimes previstos no art. 171, caput, do Código Penal e no art. 4, caput e parágrafo único, da Lei 7.492 (fls. 5.996 a 6.000).

(ii) Quanto à extinção da punibilidade pela alienação do controle da empresa Gamex (atual Millenium CCVM S/A):

- Direito Relator Sérgio Weguelin reconheceu em seu voto que o adquirente do controle deve ser excluído do processo quando não tem conhecimento (nem tem como saber) dos atos irregulares ou, se os conhecendo, toma medidas para saná-los, o que se verificou no caso em tela, e foi acompanhado pelo voto do Diretor Eli Loria; e

- Diretor Marcos Barbosa Pinto manifestou entendimento discordante desta tese, mas por os acusados terem sido absolvidos no mérito, não se estendeu no assunto (fl. 6.001) e foi acompanhado pela Diretora Presidente Maria Helena Santana.

10. Todas as pessoas absolvidas foram intimadas da r. decisão (fls. 6.009 a 6.183 e fls. 6.186 a 6.205 e fl. 6.212) e publicado, no Diário Oficial da União, edital de notificação da decisão, em 01.04.2009, para dar ciência à Franklin Delano Lehner e Mauro Sergio Paixão da Silva (fl. 6.212).

11. Faz-se referência à notificação de falecimento (i) em 26.11.2008, do Sr. José Osvaldo Morales (fls. 6.184 e 6.185); e (ii) em 09.06.2009, do Sr. Alírio Pedro Braga (fls. 6.220 e 6.221).

12. O recurso de ofício foi autuado e remetido a este Conselho em 15.05.2009 (fl. 6.218); e, ato contínuo, enviado à D. Procuradoria Geral da Fazenda Pública por meio do expediente constante na fl. 6.219.

13. A D. Procuradoria, em 11.05.2002, manifestou-se pela manutenção da r. decisão recorrida reafirmando integralmente suas razões no mérito. Adicionalmente, fez constar em seu parecer nas matérias preliminares :

(i) A extinção parcial do processo em razão de fato superveniente, tendo sido comprovado o falecimento dos Srs. José Osvaldo Morales e Alírio Pedro Braga;

(ii) A impossibilidade de extinção do processo pela transferência do controle da empresa Gamex (atual Millenium CCVM S/A) apesar de ter ocorrido anteriormente ao início do processo, uma vez que a sociedade não sofreu ruptura de sua existência legal, havendo continuidade da mesma entidade anteriormente existente após tal alienação; e

(iii) A inexistência de prescrição, visto que o relatório da Comissão de Inquérito indica a operação mais antiga na data de 23.03.1999 e (A) a Superintendência da Fiscalização Externa emitiu despacho com solicitação de providências apuratórias em 04.06.2004 (fl. 12 e verso), ato este que importou no início da apuração dos fatos pela CVM e, portanto, consubstancia causa interruptiva do decurso do prazo prescricional nos termos do art. 2º, II da Lei. 9.873/99; e (B) há incidência também do art. 1º, parágrafo segundo, da Lei. 9.873/99, no sentido do voto do Diretor Eli Loira.

É o relatório.

São Paulo, 15 de julho de 2013.

Francisco Satiro de Souza Júnior
Conselheiro-Relator.

VOTO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM (“CVM”) para apurar a existência de operações estruturadas nos mercados de ações e de opções da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (“BVRJ”) por parte da Fundação de Assistência dos Empregados da CEB-FACEB (“FACEB”), no período de 1999 a 2001, com suposta violação da Instrução CVM 08/79 por se observar possíveis práticas não equitativas, operações fraudulentas e criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários.

2. A decisão do Colegiado da CVM entendeu, por unanimidade, que não havia irregularidades nas r. operações (fls. 5.895 a 6.006) e a totalidade dos acusados foi absolvida,

subindo a este E. Conselho a análise do recurso de ofício acerca da decisão absolutória.

3. Primeiramente acolho a extinção parcial do feito tendo vista a comprovação do falecimento do Sr. José Osvaldo Morales (fls. 6.184 e 6.185) do Sr. Alírio Pedro Braga (fls. 6.220 e 6.221) com relação a estes acusados com fulcro no art. 52 da Lei 9.784/99 e com base nos precedentes apresentados pela D. Procuradoria em seu parecer (Recurso 11.205, 303ª Sessão).

4. Antes, de adentrar no campo do mérito, faz-se mister tratar preliminarmente acerca da questão da suposta ocorrência de prescrição. Duas questões foram levantadas acerca desta preliminar, quais sejam: (i) ocorrência de prescrição ordinária parcial, conforme consta da r. decisão e alegada por alguns acusados em suas defesas e em sede recursal, devidamente reconhecida na decisão da CVM nos termos do voto do Diretor-Relator Relator Sérgio Weguelin; e (ii) ocorrência de prescrição total do feito, a qual foi afastada pela CVM.

5. Passo, assim, a análise da prescrição ordinária do feito. A prescrição ordinária, prevista no art. 1º da Lei 9.873/1999, outorga o período máximo de 5 anos para que a Administração Pública exerça seu poder-dever de punir os ilícitos administrativos, sendo que o prazo inicia-se a partir do cometimento da infração.

6. Entre as causas de interrupção desse prazo quinquenal encontram-se atos de investigação da infração, a instauração de processo administrativo (com a intimação do administrado) e a prolação de decisão de primeira instância⁵⁸³.

7. Os ilícitos em comento se deram em operações realizadas nos mercados de ações e de opções da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro por parte FACEB (Fundação de Assistência dos Empregados da CEB-FACEB) no período de 1999 a 2001.

8. Na decisão recorrida o Direito-Relator Sérgio Weguelin reconheceu em seu voto que as operações realizadas antes de 03.08.1999 estavam prescritas, uma vez que ocorreram 5 anos antes à data em que a CVM enviou ofício solicitando informações à BVRJ, datado de 03.08.2004 (fls. 5.969 a 5.994), com discordância de tal entendimento pelo Diretor Eli Loria (fls. 5.996 a 6.000) e pela Procuradoria em seu parecer neste caso, mas cujo entendimento prosperou.

9. Contudo, como dito, foi afastado entendimento de ocorrência de prescrição ordinária total do feito pela CVM. O Direito-Relator Sérgio Weguelin defendeu que neste casos haveria atração do prazo prescricional penal em razão da incidência do conteúdo previsto no art. 1º, parágrafo segundo, da Lei 9.837/99, uma vez que houve enquadramento, em tese, dos crimes previstos no art. 171, caput, do Código Penal e no art.

583 Cf. Art. 2º da Lei 9873/99: Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva:

I – pela notificação ou citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital;

II – por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato;

III – pela decisão condenatória recorrível.

IV – por qualquer ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal.

4, caput e parágrafo único, da Lei 7.492.

10. Neste tema foi arguido, ainda, pelo Diretor Eli Loria, que a inocorrência de prescrição ordinária decorreria do fato de que os atos realizados pela Secretaria de Previdência Complementar - SPC ("SPC") seriam considerados de "ato inequívoco, que importe apuração do fato" previsto no inciso II, art. 2º da Lei 9.837/99 para o fim de interromper o prazo prescricional do presente processo, que acabou tramitando perante à CVM, independentemente de tais atos terem sido praticados por outro ente estatal.

11. Tal fato se sustentaria, na visão do D. Diretor da CVM, em razão de a Lei 9.873/99 ao mencionar a "Administração Pública Federal", de forma genérica em seu art. 1º, e não especificamente suas entidades ou órgãos governamentais, quis prever ou permitir uma unidade da pretensão punitiva, *ius puniendi*, do Estado de tal forma que fosse possível a um órgão da Administração Pública se valer da investigação e dos atos de apuração realizados por outro órgão em processo próprio como forma de interromper a prescrição punitiva estatal quanto a ilícito distinto de competência própria e individual de outra instância pública.

12. Data vênha de posições distintas, reconheço a prescrição total do feito, pois entre a ocorrência destes e a instauração do presente inquérito houve decurso superior ao prazo de 5 anos, sendo que ambas as hipóteses expressas em primeira instância acerca deste tema – atração do prazo prescricional penal e *ius puniendi* uno do Estado – devem ser afastadas.

13. Primeiramente, quanto à atratividade do prazo prescricional penal, conforme já me manifestei algumas vezes neste E. Conselho, acompanhando o entendimento do Superior Tribunal de Justiça no recente Acórdão no Recurso Especial 1.116.477-DF. Neste feito prevaleceu o voto da lavra do Eminentíssimo Ministro Teori Zavascki que diz expressamente que "*a pretensão punitiva da Administração Pública em relação a infração administrativa que também configura crime em tese somente se sujeita ao prazo prescricional criminal quando instaurada a respectiva ação penal*". (grifei).

14. Assim, não obstante os fatos tenham sido formalmente comunicados à Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro pelo ofício /CVM/SGE/nº 431/2006 (fl. 3.223), com o devido respaldo da manifestação da Procuradoria Geral Federal Especializada – PFE constante do Despacho ao MEMO PFE-CVM/GJU-1./ nº 171/06, de 25.04.2006 (fls.3.211 a 3.213), não há nos autos notícia nem de denúncia, nem de seu recebimento pelo Juiz criminal, razão pela qual afasto a aplicação do prazo prescricional da lei penal no presente caso.

15. Ou seja, antes da aceitação da denúncia criminal aplica-se o prazo prescricional quinquenal, como ocorre no presente caso. E de outra forma não poderia ser, visto que a indicação de "crime em tese" não se sujeita ao contraditório e defesa do tutelado o e caso se aceite que a simples verificação de "crime em tese" gere efeitos no âmbito jurídico subjetivo do administrado, como a atração do prazo prescricional penal, estar-se-ia a ferir os princípios do devido processo legal, da ampla defesa e do contra-

ditório. Portanto, o prazo penal somente pode ser atraído se e quando a autoridade competente aceitar a denúncia criminal.

16. Rebato fortemente, ainda, o argumento de que tal posicionamento diminuiria o tempo que a Administração teria para exercer sua função regulatória. Isso porque o Estado continua a ter a plena capacidade de exercer sua função de investigação e seu poder de polícia. Ademais, não creio que se justifique manter em suspenso por 15, 20 ou 30 anos, sem que o administrado tenha ciência da investigação, para supostamente garantir um melhor desempenho da atividade do órgão regulatório. E mesmo que após fosse possível identificar causas de irregularidade depois de decurso longo de tempo, o prazo decorrido já não justifica mais a eficiência da decisão.

17. Com relação ao entendimento unidade da pretensão punitiva estatal defendido pelo Direito Eli Loria, este também deve ser afastado em razão do perigo que esta apresenta à previsão constitucional da legalidade e da segurança jurídica no curso do processo administrativo. Assim, discordo que os atos realizados pela SPC se vestem “*ato inequívoco, que importe apuração do fato*” previsto no inciso II, art. 2º da Lei 9.837/99. Os efeitos de determinado ato de investigação devem se restringir e resumir estritamente ao ente que o praticou. A CVM no presente caso não pode se valer de ato praticado pela SPC para trajá-lo de ato capaz de interromper a prescrição ordinária do presente caso.

18. A aplicação da unidade da pretensão punitiva estatal no processo administrativo, como propôs o Diretor Eli Loria, possibilita que o administrado seja surpreendido com processo que seja instaurado exclusivamente em razão de ato de ato investigativo praticado por ente diverso em outro processo totalmente desconexo. Tal compreensão pode causar um efeito devastador: tornar o instituto da prescrição inepto, pois poder-se-ia ampliar quase que *ad infinitum* o prazo para exercício do poder-dever punitivo do Estado, o que acabaria por esvaziar o próprio instituto e ameaçar a segurança jurídica, cujo o valor é de extrema importância.

19. Ademais, a função do instituto da prescrição é conferir estabilidade e confiança ao sistema jurídico e aos seus integrantes ao preservar direitos e garantias mediante a imutabilidade das relações após certo decurso de tempo. Acerca do fundamento do instituto da prescrição, para ressaltar seu valor trago os ensinamentos de San Tiago Dantas, que afirma:

“Esta influência do tempo, consumido do direito pela inércia do titular, serve a uma das finalidades supremas da ordem jurídica, que é estabelecer a segurança das relações sociais. Como passou muito tempo sem modificar-se o atual estado de coisas, não é justo que se continue a expor as pessoas à insegurança que o direito de reclamar mantém sobre todos, como uma espada de Dâmocles. A prescrição assegura que, daqui em diante, o inseguro é seguro; quem podia reclamar não mais pode.”

*De modo que, o instituto da prescrição tem suas raízes numa das razões de ser da ordem jurídica: estabelecer a segurança nas relações sociais – fazer com que o homem possa saber com o que conta e com que não conta.”*⁵⁸⁴

20. Não se pode, portanto, permitir tal ameaça à segurança jurídica, cujo valor é tão relevante conforme atesta Celso Antônio Bandeira de Mello:

*“A segurança jurídica coincide como uma das inspirações mais profundas do homem: a da segurança em si mesma, a da certeza possível em relação ao que o cerca, sendo essa uma busca permanente do ser humano. É a insopitável necessidade de poder assentar-se sobre algo reconhecido como estável, o que permite vislumbrar com alguma previsibilidade o futuro.”*⁵⁸⁵

21. Parece-me razoável que a pretensão punitiva estatal quando distribuída em diversos campos e com competências específicas respeite o prazo prescricional quinquenal em cada uma de suas esferas fiscalizadoras, tal como é respeitada a competência fiscalizadora e punitiva – e não o faça de forma cumulativa ou conjunta de forma que seja permitido emprestar atos investigativos em diversos processos administrativos.

22. Por fim, o entendimento da unidade da pretensão punitiva estatal deve ser afastado pelo risco que apresenta à previsão constitucional de que a Administração Pública deve agir com base na estrita legalidade, pois estar-se-ia interpretando a norma disposta na Lei 9.873/99 de forma abrangente, com a expansão indevida e distorcida tanto do conceito de Administração Pública, como de “qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato” previsto no inciso II, art. 2º da referida norma, o que não pode prosperar.

23. Feita tais considerações, a questão que se coloca para saber se houve ocorrência de prescrição ordinária é saber se o ofício enviado pela CVM solicitando informações à BVRJ, datado de 03.08.2004 (fls. 5.969 a 5.994) veste-se de ato interruptivo da prescrição conforme disposto no art. 2º, II, da Lei 9.837/99.

24. Conforme já votei em diversas ocasiões neste E. Conselho, meu entendimento é que os atos realizados anteriormente à ciência dos acusados da existência de investigações não podem ser tidos como atos inequívocos, que importem apuração do fato, conforme exige o art. 2º, II, da Lei nº 9.873/99, independentemente de não haver expressamente o requisito da publicidade na referida norma.

25. É imprescindível o conhecimento, de todas as partes, incluindo os acusados, das investigações conduzidas pelas áreas técnicas da CVM na análise da ocorrência de prescrição em razão da necessidade de se respeitar à bilateralidade no curso das

584 Apud BARROSO, Luis Roberto. *A prescrição administrativa no direito brasileiro antes e depois da lei nº 9.873/99*. Revista Diálogo Jurídico, Salvador, CAJ - Centro de Atualização Jurídica, v. 1, nº. 4, 2001.

585 MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de direito administrativo*. 15ª Ed. São Paulo: Malheiros, 1995, pp.112 e 113.

investigações e o princípio constitucional da ampla defesa e do contraditório.

26. Ressalto, ainda, que tal posição já foi adotada por E. Conselho ao decidir, em diversos casos, favoravelmente ao sentido de ser necessário o conhecimento de todas as partes envolvidas sobre existência dos procedimentos para que o prazo prescricional seja interrompido, conforme os precedentes trazidos pela defesa (Acórdão/CRSFN 5470/04 – Recurso 5631; Acórdão/CRSFN 5167/04 – Recurso 4767; e Acórdão/CRSFN 4556/03 – Recurso 3701), independentemente de a Lei nº 9.873/99 não trazer de forma expressa tal exigência.

27. Pelo dito, o ofício expedido pela CVM solicitando informações à BVRJ, datado de 03.08.2004 (fls. 5.969 a 5.994) – época em que os acusados ainda não tinham ciência das investigações – não tem poder de interromper o prazo de prescrição quinquenal, tampouco os atos anteriores a data em que os acusados foram informados acerca das apurações objeto deste processo (a citar alguns, análise/CVM/SMI/nº 040/04, em 14.12.2004, e a abertura de inquérito administrativo via despacho datado de 27.12.2004 acostado à fl. 10).

28. Os acusados foram intimados para apresentar defesa entre os meses de maio e junho de 2006 (fls. 3.224 a 3.391 e 3.4790 e 3.574), sendo a última intimação realizada por edital em 21.06.2006 aos Srs. Luiz Kleber Hollinger da Silva e Francisco Ribeiro Magalhães Filho (fl. 3.584) e nesta data já se havia verificado o prazo de prescrição de 5 (cinco) anos disposto no art. 1º da Lei nº 9.873/99.

29. Pelo dito, reconheço a existência de prescrição ordinária de todas as operações objeto deste processo, que se deram no período de 1999 a 2001, pois entre a ocorrência destes e a instauração do presente inquérito houve decurso superior ao prazo de 5 anos.

30. Contudo, como fui vencido no âmbito da preliminar de prescrição, não reconheço no presente caso, passo para a análise do mérito. A decisão recorrida é acertada e deve permanecer em seu teor substancial. Como mencionado na decisão da CVM, entendendo que não restou comprovada a materialidade das infrações e não foi possível, nos autos, caracterizar o ilícito nem se quer a autoria destes ou menos ainda a individualização das condutas. Voto, portanto, pelo arquivamento das imputações deste processo conforme os seus fundamentos da r. decisão.

31. Por fim, como entendi pelo arquivamento do feito, não vou me adentrar na discussão acerca possibilidade de extinção da punibilidade pela alienação do controle da empresa Gamex (atual Millenium CCVM S/A), apesar de concordar da tese do Direi-to-Relator que reconheceu em seu voto que o adquirente do controle deve ser excluído do processo quando não tem conhecimento (e tampouco teria como saber) dos atos irregulares ou, se os conhecendo, toma medidas para saná-los, o que se verificou no caso em tela, acompanhado pelo voto do Diretor Eli Loria.

III. Conclusão

32. Ante o exposto, conheço do recurso de ofício e voto pelo seu improvimento.

É o Voto.

Brasília, 30 de julho de 2013.

Francisco Satiro de Souza Júnior

Conselheiro-Relator.

DECLARAÇÃO DE VOTO

1. Inicialmente tratando da prescrição, é importante notar que a lei não estabelece a partir de qual momento pode-se afirmar que o fato objeto de apuração na seara administrativa também constitui crime. Diante dessa omissão, surgem entendimentos diversos, alguns no sentido de que basta que haja comunicação de crime, sob o argumento de que haveria independência entre as esferas penal e administrativa. Outros exigem a instauração do processo penal, sob o argumento de que o Ministério Público seria o *dominus litis* da ação penal pública e somente a ele caberia verificar se há indícios suficientes para o oferecimento da denúncia, devendo, ainda, haver pronunciamento favorável ao recebimento da denúncia para que seja instaurado o processo penal, exigindo, portanto, um controle prévio também por parte do Judiciário. E, por fim, há quem entenda que somente com o trânsito em julgado de decisão penal condenatória haveria a aplicação do instituto previsto no art.1º, §2º da Lei n.º 9.873/99.

2. Embora divergente a questão, já há posicionamento do STF quanto à matéria que assim decidiu:

“EMENTA: I. Processo administrativo disciplinar: renovação. Anulado integralmente o processo anterior dada a composição ilegal da comissão que o conduziu – e não, apenas, a sanção disciplinar nele aplicado –, não está a instauração do novo processo administrativo vinculado aos termos da portaria inaugural do primitivo. II. Infração disciplinar: irrelevância para o cálculo da prescrição, da capitulação da infração disciplinar

imputada no art.132, XIII – conforme a portaria de instauração do processo administrativo anulado –, ou no art. 132, I – conforme a do que, em consequência se veio a renovar –, se, em ambos, o fato imputado ao servidor público – recebimento, em razão da função de vultosa importância em moeda estrangeira –, caracteriza o crime de corrupção passiva, em razão de cuja cominação penal se há de calcular a prescrição da sanção disciplinar administrativa, independentemente da instauração, ou não, de processo penal a respeito.” (MS 24.013/DF, Rel. Min. Sepúlveda Pertence, DJ 01.07.2005)

3. Essa parece ser a melhor posição. Isso porque existem diversos outros fatores que podem inviabilizar a instauração do processo penal na esfera criminal e que não deveriam ser consideradas na esfera administrativa. Somente para exemplificar, nada impede que, após comunicado o Ministério Público acerca da ocorrência do fato criminoso, deixe este de oferecer denúncia em razão do excesso de trabalho e, posteriormente, verifique-se que teria ocorrido a prescrição em abstrato pelo decurso do prazo sem a ocorrência de qualquer causa interruptiva naquela seara. Seria razoável que a instância administrativa – em regra independente da criminal – seja prejudicada em razão de situações similares? Parece-me que não.

4. Quanto à exigência de trânsito em julgado de condenação na esfera penal parece-me ainda mais difícil de aplicar. Não bastassem os inconvenientes acima registrados, há que se cogitar, por exemplo, na eventual absolvição por falta de provas já que, por estar em jogo a liberdade do indivíduo, exige-se um aprofundamento probatório maior do que no âmbito administrativo. Diversas outras hipóteses podem ser apresentadas demonstrando situações em que, mesmo sem ser afastada a tipicidade criminal, poderia o réu ser absolvido, resultando em indevido impacto na esfera administrativa.

5. Não estamos aqui afirmando, porém, que há total independência entre as instâncias. Nesse sentido, o próprio STF586 já evidenciou ser “*independentes as instâncias penal e administrativa, só repercutindo aquela nesta quando se manifesta pela inexistência material do fato ou pelo negativa de autoria.*” Dessa forma, a insuficiência de provas no processo penal é um dos exemplos de efeito absolutório da sentença que não adentra a seara administrativa, porquanto seus escopos são diversos e o meios de apuração independentes.

6. Exatamente em razão dessa independência é que deve ser exigida uma análise séria e criteriosa da autoridade administrativa competente acerca da existência de indícios suficientes de ocorrência de crime para comunicação aos órgãos de apuração responsáveis. Ainda assim, conforme bem lembrado por Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julia Wellisch587, “*se houver arquivamento de investigação penal*

586 MS 22.438. Relator Ministro Moreira Alves, j. 20.11.1997, RTJ 166/171;

587 SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julia Sotto Mayor. *Mercado de Capitais – Regime Sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012, p.229-230;

ou absolvição por fundamento que interfira em tipicidade, ilicitude ou culpabilidade, relativamente aos mesmos fatos, poderá, eventualmente, incidir novo lapso prescricional retroativo.”

7. Assim sendo, entendo que, a comunicação da existência de indícios de ocorrência de fato criminoso ao órgão de persecução penal competente é causa suficiente a justificar a aplicação do disposto no art.1º, §2º, da Lei n.º 9.873/99, podendo, a depender do desfecho do procedimento criminal, haver o afastamento do prazo penal para aplicação retroativa do prazo administrativo, o que não me parece ter ocorrido no caso em análise.

8. Assim sendo, no caso concreto teria havido a atração da prescrição, motivo pelo qual afasto a ocorrência de prescrição.

9. Quanto ao mérito, acompanho integralmente o relator.

É o Voto.

Brasília, 30 de julho de 2013.

Marcos Martins Davidovich
Conselheiro.

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, decidem os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - a) após rejeitar a questão de preliminar arguida: a.1) prescrição ordinária (atração do prazo penal a partir da comunicação ao Ministério Público, pela autoridade supervisora, da ocorrência em tese de crime) – b) negar provimento ao recurso de ofício formulado, mantida a decisão do órgão de primeiro grau no sentido de arquivar o processo em relação aos recorridos, b.1) Agenda Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda. (atual Agenda Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.), b.2) Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. (atual Ágora Senior Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.), b.3) Alexandre Dias Salles, b.4) Alírio Pedro Braga, b.5) Americainvest Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda., b.6) Anna Regina Cruz Lehner, b.7) Antônio Carlos Reissmann, b.8) Antônio Henrique Monteiro Nascimento, b.9) Antônio Melgaço de Lima, b.10) Aristóteles Magno Muniz Moraes, b.11) Banco Prosper S.A., b.12) Benedito Caeté Ferreira Filho, b.13) Bernardo Pinto Ferreira, b.14) Bruno Grain de Oliveira Rodrigues, b.15) Caio Tácito Giordan da Silva, b.16) Carlos Alberto Oliveira Souza, b.17) Carlos Eduardo Carneiro Lemos, b.18) Cássio Ribeiro Correa, b.19) César Luiz Lima Vidal, b.20) Cinco S.A. Corretoras Associadas de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda. (atual Cruzeiro do Sul s.a. Corretora de Valores), b.21)

Comercial S.A. Corretora de Valores de Câmbio (atual Comercial Asset Management Administração de Recursos S.A.), b.22) David Bensussan, b.23) David Jesus Gil Fernandez, b.24) Edgar da Silva Ramos, b.25) Eduardo Nogueira Gomes Pereira, b.26) Eládio Gonzalez Vazquez, b.27) equipe s.a. Corretora de valores, b.28) Exata Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (atual exata 123 participações s.a.), b.29) Fabio Deslandes, b.30) Fernando Soares de Moura Lins, b.31) Francisco Henrique de Siqueira Carvalho de Araújo, b.32) Francisco Ribeiro de Magalhães Filho, b.33) Franklin Delano Lehner, b.34) Frederico Lopez Júnior, b.35) Gamex Securities Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda. (atual Millennium Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.), b.36) Gerson Scaciota Rebane, b.37) Gilberto da Silva Zalfa, b.38) Gilson Araújo Júnior, b.39) Gilson Pereira Vieira da Silva, b.40) Giorgio Virzi, b.41) Guilherme Henrique Jorge O'Connor, b.42) Guilherme Simões de Moraes, b.43) Integral Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (atual Integral Participações e Empreendimentos Ltda.), b.44) Jane Dantas Faria, b.45) Jayme Pereira Mello, b.46) João Carlos de Almeida Gaspar, b.47) João Luiz Franco Ferreira, b.48) José Carlos de Carvalho Dias, b.49) José Maria Bezerra da Silva, b.50) José Orlando Leite Cavalcanti, b.51) José Osvaldo Morales, b.52) José Roberto Lorenzi, b.53) Larry Pereira Martins, b.54) Lauro Mendonça Gouvêa Filho, b.55) Lavínia Ferraiuolo de Oliveira Costa, b.56) Leivi Abuleac, b.57) Lelis Alberto de Moura Nobre, b.58) Luis Felipe Indio da Costa, b.59) Luiz Antonio Sales de Mello, b.60) Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa, b.61) Luiz Fernando Sodré Imbuzeiro, b.62) Luiz Kleber Hollinger da Silva, b.63) Marcelo de Menezes Leitão, b.64) Marcelo Ferreira Martins Costa, b.65) Marcelo José Konte, b.66) Marcelo Moses Boscoli, b.67) Marcelo Vieira da Silva de Oliveira Costa, b.68) Marcos Pizarro Mello Ourivio, b.69) Mário César Nassif da Fonseca, b.70) Martha da Silva Vidal, b.71) Mauro Sérgio Paixão da Silva, b.72) Newton Leite Magalhães, b.73) Norsul Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A. (atual Norsul Participações S.A.), b.74) Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda., b.75) Paulo Sérgio Ribeiro de Andrade, b.76) Prosper S.A. Corretora de Valores e Câmbio, b.77) Quality Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., b.78) Quantia Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda. (atual Quantia Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.), b.79) Ricardo Siqueira Rodrigues, b.80) Roberto Campos Rocha, b.81) Roberto Vieira da Silva de Oliveira Costa, b.82) Senior Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda. (atual Senior Assessoria e Consultoria Ltda.), b.83) Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, b.84) Sudameris Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A. (atual ABN Amro Real Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.) e b.85) Walpires S.A. Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários. Feitas as seguintes anotações: 1) decisão do CRSFN proferida, por unanimidade, à luz do voto do Conselheiro-Relator quanto ao mérito; e da declaração de voto do Conselheiro Marcos Martins Davidovich atinentemente à preliminar, em que se verificou por maioria, vencidos o Conselheiro-Relator, a Conselheira Marília Terezinha de Castro Valente e o Conselheiro Arnaldo Penteado Laudísio ao votar pela ocorrência da prescrição considerando-se a aceitação da denúncia para início da contagem do prazo penal; 2) declaração de impedimento (art. 15 do Regimento Interno aprovado pelo Decreto n.º 1.935/96) dada pelo Conselheiro José Alexandre Buaiz Neto; e 3) defesa oral feita

pela Dra. Carla Cid Varela Madeira em nome de b.2, b.24, b.79 e b.81, pelo Dr. Pedro Henrique Torres Bianqui em nome de b.21, pelo Dr. Ari Cordeiro Filho em nome de b.3, b.22, b.26, b.31, b.43, b.56, b.64 e b.72, pelo Dr. Antonio Carlos Verzola em nome de b.50, b.53, b.73, b.77 e b.78, pela Dra. Fernanda Pereira Carneiro em nome de b.30, pelo Dr. Luiz Carlos Andrezani em nome de b.32 e b.45, pela Dra. Joana Maciel Ribeiro em nome de b.46 e pelo Dr. Luiz Leonardo Cantidiano em favor de b.57.

Participaram do julgamento as conselheiras e os conselheiros: Ana Maria Melo Netto, Arnaldo Penteadó Laudísio, Francisco Satiro de Souza Júnior, Marcos Martins Davidovich, Marília Terezinha de Castro Valente, Nelson Alves de Aguiar Junior e Waldir Quintiliano da Silva. Presentes o Dr. André Luiz Carneiro Ortegá, Procurador da Fazenda Nacional, e Marcos Martins de Souza, Secretário-Executivo do CRSFN.

Brasília, 30 de julho de 2013.

ANA MARIA MELO NETTO

Presidente

FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JÚNIOR

RELATOR

ANDRÉ LUIZ CARNEIRO ORTEGAL

PROCURADOR DA FAZENDA NACIONAL

ATA PUBLICADA NO DOU DE 29.08.2013 - SEÇÃO 1 - PÁG. 16.

O TEOR DESTA ACÓRDÃO FOI DIVULGADO NO PORTAL EM 10.06.2014.



VENDA PROIBIDA