

## **PRE - 043**

Rio de Janeiro, 05 de dezembro de 2019

À  
CVM – Comissão de Valores Mobiliários  
Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares  
Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil

Ilmo Sr.  
Antonio Berwanger  
Superintendente  
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

A Associação Brasileira de Jurimetria (ABJ) e a Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca) vêm apresentar à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) as suas considerações referentes à Audiência Pública SDM 7/2019, conforme segue.

### **I) - Dados não foram fornecidos a tempo**

Por meio do Edital de Audiência Pública SDM 7/2019, no dia 10 de outubro de 2019, a CVM submeteu à consulta do mercado uma minuta de instrução no intuito de reduzir as porcentagens mínimas de participação acionária necessárias para propositura de ações de responsabilidade contra administradores, assim como ação de reparação contra sociedade controladora sem a necessidade de caução.

A minuta parte da porcentagem mínima vigente de 5% do capital social, reduzindo-a gradativamente até 1% unicamente em função do valor do capital social da companhia.

A minuta foi proposta com referência à Análise de Impacto Regulatório (AIR), realizada pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA), publicada em dezembro de 2018, cujo foco foi verificar a participação de acionistas em assembleias de companhias de capital aberto, especialmente no que tange ao ativismo voltado à solicitação de voto múltiplo e requisição para instalação de Conselho Fiscal.

O estudo utilizou metodologias mistas, como a comparação das regras vigentes com as regras de outros países, uma análise quantitativa e a realização de entrevistas por telefone com os departamentos de relações de investidores das companhias.

Em linha com as recomendações e práticas dos principais mercados do mundo, o art. 5º da Lei da Liberdade Econômica (Lei 13.874/2019) estabelece que as propostas de edição e de alteração de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos ou de usuários dos serviços prestados, editadas por órgão ou entidade da administração pública federal, incluídas as autarquias e as fundações públicas, serão precedidas da realização de análise de impacto regulatório. Essa avaliação conterá informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato normativo para verificar a razoabilidade do seu impacto econômico.

A realização de AIR *ex ante* e *ex post* da edição de regulações relevantes é prática comum em países desenvolvidos. Seu propósito é racionalizar o processo regulatório através da (a) consideração de todas as alternativas possíveis, inclusive a “*option zero*” (não regular), (b) avaliar a relação custo-benefício da regulação proposta, (c) fixar metas a serem cumpridas pela regulação e (d) permitir a reavaliação do sucesso da regulação após a sua vigência.

Com o intuito de contribuir com os estudos realizados pela CVM, a ABJ e a Abrasca requereram em conjunto uma prorrogação do prazo de manifestação, bem como acesso aos dados utilizados pelo relatório de AIR da ASA. A CVM prontamente deferiu uma dilação de prazo de 30 dias, no entanto, **os dados utilizados foram disponibilizados apenas no último dia 3 de dezembro**, apenas 3 dias antes do termo final do prazo de manifestação, estendido até o dia 6 de dezembro de 2019.

O esforço da ASA e da CVM em fornecer os dados e permitir uma participação ao mesmo tempo mais técnica, transparente e democrática no processo regulatório é louvável. No entanto, infelizmente os prazos estabelecidos se mostraram demasiadamente exíguos e não permitiram às duas entidades interessadas sequer iniciarem os estudos que intentam realizar dentro do prazo regulamentar de manifestação.

Por essa razão, os comentários e sugestões são aqui apresentados sem a realização prévia das análises e testes empíricos que motivaram a primeira intervenção. Tais estudos estão em andamento e os eventuais **resultados poderão ser apresentados à CVM na forma de recomendações ou colocações complementares**.

## **II) - Relatório de AIR da ASA chega à conclusão diversa da proposta de regulação da SDM/CVM**

Os dados levantados e a sugestão da ASA divergem da minuta proposta pela CVM. O relatório recomenda a manutenção dos percentuais legais e sugere a discussão acerca da inclusão de um critério temporal de aquisição das ações da companhia como contrapeso a uma possível redução dos percentuais para a propositura das referidas ações.

Após a realização de entrevistas e um estudo exploratório do perfil do capital social X faixas de dispersão dos acionistas, a ASA concluiu que (i) a redução dos percentuais foi considerada sensível, pelo potencial de aumentar o risco de ações de ativistas potencialmente mal-

intencionados; (ii) a literatura especializada, o levantamento de dados realizado e os entrevistados apontaram para uma correlação positiva entre o tamanho do capital social e a escolha da companhia como alvo de ativismo; (iii) o estudo não encontrou uma correlação (negativa ou positiva) entre o valor do capital social e o efeito da flexibilização sobre a quantidade de acionistas que passariam a adquirir um direito de executar determinado pleito; e (iv) a relação entre o valor do capital social e o grau de concentração acionária (principal motivação para alteração dos percentuais) foi considerada fraca ou desprezível; dentre outros.

Alguns comentários adicionais sobre esses pontos do relatório são muito importantes.

A ASA tem razão em sua recomendação de cautela. Políticas públicas apresentam potenciais ganhos, mas também geram efeitos colaterais deletérios que devem ser avaliados com máxima cautela.

A proposta de reduzir o percentual mínimo necessário para que um acionista possa substituir processualmente a companhia em função de capital social parte de três pressupostos:

- (1) em companhias de maior porte haveria menos sócios aptos a atingirem o percentual exigido por lei;
- (2) acionistas com menor participação não teriam maior propensão a propor ações oportunistas ou abusivas; e
- (3) o porte financeiro da companhia não a torna mais sujeita a ações oportunistas ou abusivas.

O relatório da ASA congregou elementos empíricos que, no mínimo, levantam suspeitas sobre a validade dessas três afirmações.

Em relação ao pressuposto (1), o relatório da ASA, em seu parágrafo 90, página 28, afirma que:

“Conforme pôde ser percebido, para nenhuma fase de flexibilização foi possível atribuir uma relação, positiva ou negativa, entre o tamanho das companhias e o efeito da flexibilização sobre a quantidade de acionistas que passariam a adquirir um direito de executar determinada ação. Repetimos o mesmo expediente levando em consideração somente os acionistas do tipo “fundos”, chegando a um resultado muito semelhante.”

A redução do percentual apenas para as companhias de maior porte se justificaria apenas se a análise indicasse uma escassez de acionistas aptos a propor as ações com os percentuais atuais. No entanto, o estudo mostra que as companhias de maior porte apresentam quantidades de acionistas próximas às de médio e pequeno porte. Isso demonstra que essas empresas não estão privadas de investidores legitimados a propor ações em seu nome a partir dos atuais requisitos da legislação.

De acordo com os resultados do estudo da ASA, a redução dos percentuais para as companhias relativamente maiores teria como efeito torná-las mais expostas às ações de minoritários do que seus pares de menor capital social. Daí a conclusão incisiva do relatório da ASA em seu parágrafo 92:

“Tudo parece indicar, portanto, para a refutação da principal hipótese que sustenta o argumento em favor do escalonamento dos critérios de participação, qual seja, a de que, grosso modo, seria mais fácil obter determinado percentual de participação em companhias pequenas do que em companhias grandes quando, na realidade, o que se observa é que a quantidade de acionistas em determinada faixa de participação não parece possuir qualquer relação com o tamanho da companhia.”

A mesma conclusão aparece no seu parágrafo 108 quando o relatório testa a correlação entre tamanho da companhia e grau de concentração acionária:

“A conclusão preliminar dessa fase do estudo foi, portanto, de que os indícios que relacionam o tamanho da companhia (tomando o capital social como proxy) e o grau de concentração acionária são muito fracos ou desprezíveis. A correlação de poder entre os acionistas, assim como os incentivos para a participação de minoritários nos mecanismos decisórios das companhias, dependem, portanto, de outros fatores que não do tamanho das empresas.”

E aqui chegamos aos outros dois pressupostos, que tratam da relação entre o porte dos acionistas e da companhia, de um lado, e a propensão de ações judiciais oportunistas ou abusivas, de outro, que podem ser resumidos na seguinte afirmação: a redução dos percentuais não apresenta efeito deletério porque a redução da participação do minoritário concomitante ao aumento do porte da companhia não estariam associados a uma maior chance de entrada de ações oportunistas ou abusivas.

O relatório da ASA também aborda esse ponto e chega, mais uma vez, a conclusões antagônicas com as premissas que embasam a proposta de regulação. O estudo detectou risco de maior exposição a ações abusivas em companhias de maior porte, mais dependentes de reputação no mercado ou companhias estatais. Na mesma linha, acionistas de participação menor, adquirida a curto prazo, e amadores também incrementam a probabilidade de ações abusivas. Diz o relatório da ASA em seus parágrafos 124 e 125:

“Os que atribuíram a eventuais alterações na norma algum fator de risco para as companhias citaram como mais sensíveis as companhias: a) Com forte exposição à opinião pública, em geral companhias muito grandes; b) Estatais, seja por seu valor estratégico, seja pelo mencionado acima. Já os eventos de risco foram classificados em dois tipos: a) Risco de exposição a ativismo curto-prazista ou oportunista; b) Risco de exposição a comportamento amador.”

Ainda segundo o relatório da ASA, parágrafo 123, os entrevistados que declararam não detectar riscos na redução dos percentuais falaram menos sobre uma perspectiva de política pública e mais por um ângulo particular, no qual avaliaram a sua própria situação:

“A maioria dos que declararam não enxergar risco algum relacionado a mudanças na norma trabalhavam em companhias altamente concentradas, com grupo controlador forte e com participação minoritária desprezível. Alguns dos respondentes afirmaram reconhecer a necessidade de cautela frente ao tema, mas disseram não ver grandes implicações para a realidade de suas companhias, que, até onde saberiam informar, nunca haviam sido alvo de ativismo.”

Interessante aqui ressaltar como os elementos de risco detectados pelo estudo (acionista de menor porte, com participação adquirida a curto prazo, dentro de companhias de maior porte) vai de frontal encontro aos pressupostos assumidos para a proposta de redução dos percentuais.

Como resultado dessa análise, é possível detectar riscos sensíveis em uma alteração da regulação na forma proposta através do Edital de Audiência Pública SDM 7/2019.

A redução dos percentuais apresenta potencial de aumentar desproporcionalmente o risco de ações judiciais oportunistas e abusivas, aumentando a quantidade de acionistas de risco legitimados a propor ações oportunistas exatamente no espectro de companhias mais expostas ao risco de abuso, que são aquelas de maior porte.

É certo que a literatura de AIR informa que a decisão política de editar um ato normativo de alto impacto em desacordo com o embasamento técnico da AIR é possível. No entanto, as boas práticas recomendam que essa opção do regulador seja devidamente justificada, tendo em vista os riscos que a escolha acarreta.

No caso concreto, em linha com o relatório da ASA, **uma regulamentação no formato proposto tornar-se-ia rapidamente obsoleta**, resultando na necessidade de revisão periódica por parte da CVM e, conseqüentemente, em custos desnecessários tanto aos regulados quanto ao regulador, dado que a falta de uma definição de metodologia consistente e replicável demandaria o desenvolvimento de novas e discricionárias pesquisas.

As boas práticas também recomendam que essa justificativa venha acompanhada de um plano alternativo de Avaliação de Resultado Regulatório (ARR), com o intuito de acompanhar os efeitos concretos da alteração da norma e identificar possíveis ajustes.

Como este é um assunto de grande importância para o mercado, a Abrasca e a ABJ acreditam ser necessário um aprofundamento técnico do debate, incluindo esclarecimentos ou eventuais complementações ao referido estudo, com o objetivo de prover mais elementos para a tomada de uma decisão com resultados previsíveis e mensuráveis.

E mais uma vez citando o relatório da ASA em seu parágrafo 134, o correto e mais recomendável é não modificar as regras vigentes e não reduzir percentuais:

“Como a literatura especializada, nosso levantamento de dados e a realização de entrevistas convergem ao apontarem correlação positiva entre o tamanho do capital social e a escolha da companhia alvo de ativismo, nos parece adequado não modificar as regras vigentes. Como em companhias maiores há menos acionistas minoritários suficientemente grandes (acima de 5%) a ponto de se enquadrarem nos critérios mínimos de participação, a manutenção de critérios sem distinção por tamanho deve compensar o estímulo da variável “tamanho do capital social” para as variáveis indicadoras de ativismo.”

### III) - Proposta de condicionante – Propriedade contemporânea das ações

Caso, apesar do quanto apontado acima, a CVM opte por promover a alteração proposta na audiência pública, entendemos que seria indispensável acrescentar uma condicionante para a aplicação da eventual nova regra.

Nesse sentido, sugerimos a condicionante de que o autor da demanda indenizatória seja titular das ações representativas do percentual reduzido do capital social *desde o momento em que ocorreram os atos ilícitos que embasam a ação de responsabilidade*.

Se, no caso concreto, o autor da demanda não preencher esse requisito, o percentual exigido do capital social não será reduzido, de modo que permanecerá aplicável a regra geral que exige 5% do capital social.

Esclarecemos que, na nossa visão, a inclusão de tal condição adicional estaria dentro dos limites da competência regulatória da CVM. Afinal, se a CVM possui competência para simplesmente reduzir o percentual exigido do capital social (sem qualquer condicionante), ela também possui competência para promover tal redução desde que atendida determinada condição. Aplica-se, assim, o famoso brocardo: “*quem pode o mais, pode o menos*”.

O objetivo pretendido com a sugestão acima é trazer maior equilíbrio à alteração regulatória proposta, de modo a evitar abusos que poderiam advir da facilitação ao ajuizamento de ações derivadas contra administradores e controladores.

Como é sabido, as ações derivadas, embora possam cumprir importante papel na dinâmica societária, são um campo fértil para o abuso. Ao redor do mundo, legisladores, tribunais e reguladores buscam encontrar um equilíbrio no tratamento dessa matéria, com o objetivo de possibilitar o bom uso, mas impedir o mau uso, das ações derivadas. Em várias jurisdições, inclusive, o próprio ajuizamento da ação derivada é expressamente condicionado à propriedade contemporânea das ações.

Diante desse cenário, parece-nos bastante razoável que a mera redução do percentual exigido do capital social seja condicionado à titularidade das ações à época dos fatos.

Interessante notar, também, que recentes propostas de alteração regulatória formuladas nos Estados Unidos pela SEC seguem linha similar à das sugestões que estamos apresentando. Ver, nesse sentido, a audiência pública da SEC, ora em curso, a respeito de matérias a serem incluídas nos pedidos de procuração para assembleias gerais: <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-232>.

Na audiência citada, fica evidente a premissa de que, embora seja desejável incentivar o exercício legítimo de direitos conferidos aos acionistas minoritários, é necessário temperar a sua atuação para evitar abusos e a criação de ônus injustificados à companhia e à administração (em termos de custo e tempo dispendidos).

A experiência norte-americana aponta a correção de rota em alguns movimentos regulatórios efetuados nas últimas décadas, buscando-se, exatamente, atingir um ponto de equilíbrio nos mecanismos de atuação de acionistas minoritários. Considerando a riqueza de situações já vividas no mercado norte-americano, parece-nos pertinente aproveitar a experiência ali verificada para beneficiar as análises e movimentos a serem implementados no Brasil em questões análogas.

#### **IV) - Experimentação regulatória**

Na hipótese de a CVM optar pela redução dos percentuais mínimos, a despeito dos comentários acima apresentados, ABJ e Abrasca entendem ser prudente que tais alterações sejam realizadas em caráter temporário e experimental.

A experimentação regulatória, também conhecida por *sandbox*, é uma prática que vem se generalizando em mercados desenvolvidos como um meio de viabilizar a aprovação de reformas de forma mais rápida, controlada e barata.

A experimentação permite aprovar reformas mais rapidamente, por ser mais fácil persuadir os agentes a aprovarem uma mudança quando ela está limitada no tempo, no espaço e no escopo. A experimentação permite controlar os efeitos das mudanças, ao viabilizar a comparação de áreas com regulações diferentes e verificar seus efeitos reais. Além disso, a experimentação reduz o custo do erro, pois, se a reforma não funcionar, o equívoco será interrompido mais rapidamente a um custo menor.

A redução dos percentuais, na forma proposta pela audiência pública, é um exemplo típico de reforma que demanda a aplicação de experimentação. Há sérias controvérsias no mercado, na academia e no governo a respeito da sua eficácia. Além disso, os estudos empíricos realizados até o presente são insuficientes para a tomada de uma decisão definitiva.

Por tais razões, a ABJ e a Abrasca sugerem, respeitosamente e em caráter subsidiário, a aprovação da redução dos percentuais mínimos de forma limitada no tempo e no escopo, dentro de um programa de experimentação regulatória. Esse programa teria as seguintes características gerais:

- a) Duração de 2 (dois) anos, prorrogáveis por mais 2 (dois) anos;
- b) Criação de um grupo de acompanhamento multilateral, responsável pela coleta periódica e análise de dados em todo território nacional sobre o perfil das companhias, dos acionistas e dos direitos exercidos (incluindo ações judiciais, procedimentos arbitrais, exercício de direitos políticos em ambiente de assembleia e outros); e
- c) Avaliação comparativa dos custos e benefícios auferidos pelos exercícios dos direitos.

Certos da atenção e consideração dos pontos apresentados, esperamos ter contribuído para a formação do entendimento pela SDM/CVM e nos colocamos à disposição para eventuais esclarecimentos.

Atenciosamente,

**Marcelo Guedes Nunes**  
Presidente da Associação Brasileira de  
Jurimetria (ABJ)

**Alfried Plöger**  
Presidente do Conselho Diretor da  
Associação Brasileira das Companhias  
Abertas - ABRASCA