



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.003597/2018-19

Reg. Col. 1018/2018

Interessado: Petróleo Brasileiro S.A.

Assunto: Recurso em face da decisão da SEP que não concedeu dispensa à divulgação, na forma prevista no artigo 30, XXXIII, da Instrução CVM nº 480/2009, de operações rotineiras de gestão de caixa e tesouraria realizadas com partes relacionadas.

Diretor Relator: Pablo Renteria

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. A consulta da Petrobras¹ nos permite enfrentar uma questão que preocupa não só as companhias abertas de maior porte, mas todas aquelas que têm, dentre suas partes relacionadas, sociedades que atuam na área de serviços financeiros.

2. No curso ordinário de seus negócios, a Petrobras celebra diversas operações de gestão de caixa (contas a pagar, contas a receber, depósitos judiciais, contratos de câmbio) e tesouraria (aplicações e resgates) com partes relacionadas. A partir de uma interpretação literal do anexo 30-XXXIII da Instrução CVM nº 480/2009, a Companhia entende estar obrigada a divulgar mensalmente centenas de comunicados para reportar tais operações. Essa divulgação maciça de comunicados, alega a Petrobras, oneraria excessivamente a Companhia sem trazer benefício algum ao público investidor².

¹ 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.

² Segundo Alan R. Palmiter: “*When insufficient information is available in securities markets, investors shy from investing – and the markets wither. But when too much information is required and disclosure becomes too costly, businesses avoid securities financing – and again the financial markets whither.*” PALMITER, Alan R. *Securities Regulation*, 3ª ed. Nova York: Aspen Publisher, 2005, p. 69.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

3. Diversos estudos³ indicam que o excesso de informações não conduz, necessariamente, a uma decisão mais bem informada por parte dos investidores, podendo, inclusive, produzir o efeito inverso. O caso em tela ilustra bem a afirmação, dado que operações ordinárias de gestão de caixa têm, a princípio, pouca ou nenhuma relevância para o mercado⁴.

4. As particularidades do caso foram descritas em detalhes nas manifestações da Companhia e da SEP, bem como no voto do Diretor Relator, aos quais me reporto em benefício da síntese. Embora acompanhe as conclusões do Relator, gostaria de tecer algumas considerações adicionais acerca das razões pelas quais os emissores registrados na categoria A devem ser dispensados de comunicar operações ordinárias e recorrentes de gestão de caixa e tesouraria na forma prevista no Anexo 30-XXXIII da Instrução CVM nº 480/2009.

5. Ademais, parece-me oportuno aproveitar a discussão sobre os inconvenientes da divulgação excessiva de comunicados de transações com partes relacionadas para tratar também da comunicação de transações correlatas. Conquanto a norma existente já tenha regras específicas para essas operações, penso que alguns ajustes pontuais podem fazer

³ EDMUNDS, Angela; MORRIS, Anne. The problem of information overload in business organizations: a review of the literature. In: *International Journal of Information Management*, vol. 20, 2000, pp. 17-28. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/223311276_Problem_of_information_overload_in_business_organizations_A_review_of_the_literature>; EPPLER, Martin; MENGIS, Jeanne. A framework for information overload research in organizations: insights from organization science, accounting, marketing, MIS, and related disciplines. In: *The Information Society*, vol. 20, 2004, pp. 325-344. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/33682095_A_framework_for_information_overload_research_in_organizations_insights_from_organization_science_accounting_marketing_MIS_and_related_disciplines>. Tratando do problema da sobrecarga informacional no mercado de capitais, cf. PAREDES, Troy A. Blinded by the Light: information overload and its consequences for securities regulation. In: *Washington University Law Quarterly*, 2003. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=413180>.

⁴ Sobre o assunto, vale citar a lição de Luca Enriques: “*To be effective, rules on RPTs should reasonably extend disclosure and approval requirements to those transactions that presumptively create a sufficiently high risk of non-trivial amounts of tunneling. Of course, legal rules are necessarily blunt tools to screen RPTs so as to always avoid inclusion of tunneling risk-free transactions and always to include those that positively create that risk. A standard, like the notion of materiality, will give corporate decisionmakers wide discretion in determining what to include and, if the rationale is the risk of tunneling, may prove self-defeating, because no insider will be happy to confess that the company is doing something that may indeed be judged as tunneling-prone. Therefore, despite their bluntness, quantitative criteria, albeit imperfect themselves, are generally preferable and, up to a point, the more articulated they are, the better.*” ENRIQUES, Luca. *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*, 2014, p. 30. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2505188>>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

com que o conceito de transações correlatas contribua para divulgações mais eficazes.

6. Nas próximas duas seções deste voto, tratarei separadamente de cada um desses pontos.

II. OBJETIVOS DO COMUNICADO DO ANEXO 30-XXXIII. DETERMINAÇÃO DO VALOR DAS TRANSAÇÕES FINANCEIRAS PARA FINS DA REFERIDA REGRA. RAZÕES PELAS QUAIS A DISPENSA DEVE SER CONCEDIDA ENQUANTO A REGRA NÃO É ALTERADA.

Objetivos do Anexo 30-XXXIII

7. O comunicado previsto no inciso XXXIII do artigo 30 e no Anexo 30-XXXIII da Instrução CVM nº 480/2009 tem objetivo diverso daquele que justifica a divulgação periódica de informações relativas às transações com partes relacionadas⁵.

8. De acordo com a manifestação da CVM no edital de audiência pública que resultou na edição da Instrução CVM nº 552/2014, o propósito de se exigir a pronta divulgação de diversas informações acerca do processo de negociação e aprovação de transações com partes relacionadas relevantes busca “alterar o comportamento dos controladores ao provocar uma reação rápida do mercado, além de facilitar a supervisão da CVM, uma vez que as informações disponíveis serão mais completas e atualizadas, e o mercado ajudaria no monitoramento”⁶.

9. Nesse sentido, as informações exigidas pelo Anexo 30-XXXIII diferem-se daquelas exigidas nas regras contábeis e nas demais regras da CVM por focarem no processo de negociação e aprovação das transações com partes relacionadas, exigindo informações detalhadas acerca das medidas tomadas pela administração da companhia para garantir a comutatividade da transação.

Determinação do valor das transações financeiras para fins do Anexo 30-XXXIII

10. Considerando os objetivos do Anexo 30-XXXIII, entendo que, de modo geral, a medida mais adequada para se mensurar o valor de serviços financeiros contratados pela companhia aberta junto a uma parte relacionada para fins de cumprimento daquela norma

⁵ Seção 16 do Formulário de Referência (Anexo 24 à Instrução CVM nº 480/2009) e CPC 05 (R1) – Divulgação sobre Partes Relacionadas, aprovado pela Deliberação CVM nº 642/2010.

⁶ Edital de Audiência Pública SDM nº 03/2013, p. 7.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

específica é o valor da contraprestação paga pelo serviço prestado e não o valor total da operação financeira.

11. Afinal de contas, o comunicado do Anexo 30-XXXIII tem por objetivo criar mecanismos ágeis de fiscalização das transações com partes relacionadas, a fim de assegurar a comutatividade de tais negócios, e, a princípio, o potencial desalinhamento de interesses na prestação de serviços financeiros a uma parte relacionada não é relacionado com o montante investido, mas com o valor cobrado pela prestadora de serviço.

12. Em outras palavras, a análise da comutatividade de um determinado contrato financeiro está diretamente associada aos termos e condições atrelados à prestação desse serviço e não com o valor do investimento, ainda que esse muitas vezes seja um elemento importante para a análise da operação como um todo⁷.

Razões pelas quais a regra deve ser alterada

13. De outro lado, há de se reconhecer as limitações de uma solução baseada unicamente na interpretação teleológica das regras que exigem a divulgação de transações com partes relacionadas relevantes. Essas decorrem, em maior ou menor medida, do fato de que as operações de gestão de caixa e de tesouraria podem envolver transações diversas, cada uma com suas particularidades.

14. Como já ressaltado, entendo que o valor nominal da operação não é um critério adequado para, por exemplo, aferir a relevância (sob o ponto de vista da transação com parte relacionada) de uma aplicação financeira ou de uma operação de câmbio. No entanto, tenho dúvidas se algum outro critério poderia desempenhar essa função, servindo simultaneamente como filtro adequado de relevância para essas duas operações, considerando certas características que as diferenciam. Mesmo se restringíssemos nossa análise às aplicações financeiras, a melhor conclusão talvez seja que produtos distintos demandam soluções customizadas.

15. O fato é que os comunicados de transações relevantes com partes relacionadas não

⁷ Por exemplo, a remuneração por certos serviços financeiros é calculada como um percentual do valor investido. Esse percentual muitas vezes diminui na medida em que o valor investido aumenta. Consequentemente, para que se possa analisar se uma transação com partes relacionadas dessa natureza foi celebrada em condições de mercado é necessário comparar a remuneração prevista naquele contrato com outros contratos que envolvam montantes similares.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

foram concebidos para lidar com operações corriqueiras de gestão de caixa ou de tesouraria.

16. Talvez nenhum exemplo ilustre melhor isso do que o exame das regras do Anexo 30-XXXIII aplicáveis às operações de crédito. Quando se está diante de uma dessas operações, a simples análise das taxas aplicáveis (que, conceitualmente, seriam o equivalente da contraprestação paga pela prestação de serviços) tende a não ser suficiente. Nesses casos, devem ser considerados outros elementos, como a conveniência da operação, liquidez e risco de crédito da parte relacionada. Por isso, o parágrafo único do artigo 2º do Anexo 30-XXXIII faz uma série de exigências específicas para a divulgação de informações sobre operações de crédito, como é o caso de empréstimos concedidos a controladores ou controladas⁸.

17. Ora, certas operações de tesouraria devem, a rigor, ser classificadas como (ou equiparadas a) uma operação de crédito. Faz sentido exigir as informações previstas nos incisos do parágrafo único do artigo 2º do Anexo 30-XXXIII para aplicações financeiras feitas no curso ordinário de negócios? É evidente que não. Ao contrário, parece indiscutível que as informações adicionais exigidas no dispositivo em comento não foram pensadas para aplicações financeiras feitas junto a instituições financeiras, ainda que essas sejam partes relacionadas, mas sim para empréstimos concedidos a controladores, administradores, sociedades sob controle comum ou outras partes relacionadas.

18. Resta patente, portanto, que o comunicado de transações com partes relacionadas não foi pensado para divulgar operações corriqueiras de gestão de caixa ou de tesouraria. A corroborar essa conclusão, lembro que o Anexo 30-XXXIII foi declaradamente⁹ inspirado no item 404 da *Regulation S-K* editada pela *Securities and Exchange*

⁸ Além das exigências formuladas a todas as transações com partes relacionadas, o parágrafo único do artigo 2º do Anexo 30-XXXIII determina que quando a transação em questão for um empréstimo concedido à parte relacionada, o comunicado deverá necessariamente incluir (a) explicação das razões pelas quais o emissor optou por conceder um empréstimo à parte relacionada ao invés de investir os recursos em suas atividades; (b) análise sucinta do risco de crédito do tomador, incluindo classificação independente de risco, se houver; (c) descrição da forma como foi fixada a taxa de juros, considerando a taxa livre de risco do mercado e o risco de crédito do tomador; (d) comparação da taxa de juros do empréstimo com outras aplicações similares existentes no mercado, explicando as razões para eventuais discrepâncias; (e) comparação da taxa de juros do empréstimo com as taxas de outros empréstimos recebidos pelo tomador, explicando as razões para eventuais discrepâncias; e (f) descrição do impacto da transação na condição de liquidez financeira e no nível de endividamento do emissor.

⁹ Edital de Audiência Pública SDM nº 03/2013, p. 7.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

Commission (“SEC”) estadunidense. A regra norte-americana inclui dispositivos específicos para regular empréstimos contraídos junto a bancos ou outras instituições, desde que no curso ordinário dos negócios e em condições de mercado, mais simples do que aquelas exigidas para outros tipos de empréstimos¹⁰. Ademais, a SEC expressamente dispensa da divulgação prevista no item 404(a) uma série de operações financeiras como o depósito de recursos¹¹.

19. Na Europa, o Direito Comunitário hoje exige que os Estados-Membros adotem regras de transparência e aprovação para transações com partes relacionadas¹², que incluem a divulgação de transações com partes relacionadas relevantes no momento em que essas são celebradas¹³. A diretiva comunitária não estabelece os critérios de relevância, deixando que cada Estado-membro defina os critérios aplicáveis em sua jurisdição, mas prevê que as regras não são, *a priori*, aplicáveis às transações realizadas no curso ordinário dos negócios e celebradas em condições normais de mercado¹⁴.

20. Diante de todo o exposto, entendo ser oportuna a revisão do Anexo 30-XXXIII, tanto para repensar os critérios de relevância hoje existentes, como também para ressaltar da regra as operações de gestão de caixa e de tesouraria celebradas com partes relacionadas¹⁵.

21. Os mesmos motivos me levam a concluir que, mesmo antes da reforma normativa, já devemos dispensar as companhias de divulgar novos comunicados para operações de

¹⁰ Instruction 4(c) to Item 404(a) of Regulation S-K.

¹¹ Instruction 7(b) to Item 404(a) of Regulation S-K. “*Disclosure need not be provided pursuant to paragraph (a) of this Item if: (...) b. The transaction involves services as a bank depositary of funds, transfer agent, registrar, trustee under a trust indenture, or similar services*”.

¹² A Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17.05.2017, alterou a Diretiva 2007/36/CE e, dentre outras mudanças, incluiu novas regras para transações com partes relacionadas (Artigo 9º-C), que devem ser implementadas por todos os Estados-Membros. Mesmo antes da referida Diretiva, algumas jurisdições – como, por exemplo, o Reino Unido e a Itália – já possuíam regras nesse sentido. Cf. ENRIQUES, Luca. *Op. Cit.*, p. 10.

¹³ Artigo 9º-C, item 2, da Diretiva 2007/36/CE, introduzido pela Diretiva (UE) 2017/828.

¹⁴ Artigo 9º-C, item 1, da Diretiva 2007/36/CE, introduzido pela Diretiva (UE) 2017/828. A Diretiva permite, contudo, que os Estados-Membros estipulem em suas regras locais que as exigências de aprovação e divulgação sejam também aplicáveis a essas transações.

¹⁵ Esse entendimento, é bom que se diga, de modo algum afasta ou mitiga a incidência da Lei Societária – em especial dos seus artigos 153, 154, 155 e 245 –, que naturalmente devem ser observados em todas essas operações, mas decorre da minha percepção de que o comunicado do Anexo 30-XXXIII não foi pensado para o tipo de operação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

gestão de caixa e tesouraria celebradas com partes relacionadas.

III. TRANSAÇÕES CORRELATAS

22. Na revisão das regras relativas ao comunicado de transações relevantes com partes relacionadas, outro ponto que, a meu ver, merece ser revisitado é o conceito de “transação correlata”.

23. De acordo com o artigo 3º, III, do Anexo 30-XXXIII, “entende-se por ‘transações correlatas’ o conjunto de transações similares que possuem relação lógica entre si em virtude de seu objeto ou de suas partes”. O referido dispositivo cita como exemplos de transações correlatas as “transações subsequentes que decorrem de uma primeira transação já efetuada, desde que essa tenha estabelecido suas principais condições, inclusive os valores envolvidos” e “transações de duração continuada que englobem prestações periódicas, desde que os valores envolvidos já sejam conhecidos”. A lista não é, contudo, exaustiva. Como regra geral, transações envolvendo as mesmas partes, com objetos idênticos ou substancialmente similares e contratadas de forma habitual e reiterada devem ser consideradas transações correlatadas para fins da regra.

24. O principal objetivo do conceito de transações correlatas é impedir que uma companhia possa evitar a divulgação de uma transação relevante fragmentando-a em diversas transações idênticas de menor valor¹⁶. O conceito também pode ser utilizado para evitar a sobrecarga de informações, permitindo que a companhia aglutine diversas transações com partes relacionadas envolvendo as mesmas partes e o mesmo objeto e as divulgue apenas uma vez.

25. De acordo com a mais recente orientação da SEP¹⁷, transações correlatas devem ser consolidadas ao longo do tempo. Desse modo, a companhia deve divulgar comunicados cada vez que o conjunto de transações ainda não divulgadas alcancem, em conjunto, R\$50 milhões¹⁸.

26. Embora entenda que a orientação da área técnica está em linha com a norma e que seja a mais adequada para a maioria das situações, parece-me que, em certos casos, as

¹⁶ Segundo o Anexo 30-XXIII, transações correlatas devem ser analisadas como uma única operação para fins de apuração do valor.

¹⁷ Ofício-Circular/CVM/SEP/nº02/2018, item 4.16.

¹⁸ Assumindo que R\$50 milhões seja um valor inferior a 1% (um por cento) do ativo total da companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

companhias deveriam poder aglutinar transações correlatas de forma prospectiva, divulgando-as de modo unificado.

27. Penso, por exemplo, em companhias que celebram contratos rotineiros com uma determinada parte relacionada para prestação de serviços ou fornecimento de matéria-prima. Se as transações são sabidamente recorrentes¹⁹, não seria melhor que a companhia pudesse divulgá-las periodicamente – por exemplo, no início de cada exercício – informando o caráter rotineiro das transações e apresentando seu valor total estimado para aquele ano? Essa informação, no caso, não teria maior qualidade, e seria mais propositiva e adequada para a própria informação do investidor, do que sucessivos comunicados com conteúdo idêntico?

28. Por fim, mesmo nos casos em que a reunião das transações correlatas deva ser feita *ex post*, parece-me importante que a regra indique limites temporais para aglutinação dessas operações²⁰.

29. A meu ver, todos esses pontos também merecem ser revisitados pela SDM em uma futura revisão da norma.

É como voto.

São Paulo, 27 de dezembro de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor

¹⁹ E sigam sempre um mesmo processo de negociação e aprovação.

²⁰ V. p. ex. o item 8 do Artigo 9º-C da Diretiva 2007/36/CE 8: “Os Estados-Membros devem assegurar que as transações com a mesma parte relacionada celebradas durante qualquer período de 12 meses ou durante o mesmo exercício, e que não tenham sido sujeitas às obrigações previstas nos n.ºs 2, 3 e 4, sejam agregadas para efeitos desses números.”