



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO Nº 118/2019-CVM/SEP/GEA-4

Para: GEA-4

De: Daniel Alves Araujo de Souza

ASSUNTO: Reclamação de Investidor – Processo CVM nº 19957.010563/2018-72 – Smiles Fidelidade S.A..

Senhor Gerente,

O escopo do presente relatório é a análise, à luz da Instrução CVM nº 607/19 ("ICVM nº 607/19"), do recurso da BC Gestão de Recursos LTDA. e outros ("BC" ou "Reclamantes") contra entendimentos da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") exarados por meio do Relatório nº 85/2019-CVM/SEP/GEA-4 ("Relatório de Análise" ou "RA"), notadamente (i) a interpretação ao artigo 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019, que criou um ilegal juízo de admissibilidade aos recursos contra decisões da área técnica da CVM; e (ii) a possibilidade de a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN") participar da instrução do presente Processo. Tais assuntos se destacaram na audiência a particular, solicitada pelos reclamantes, realizada em 13/12/2019.

HISTÓRICO

2. Em 12.12.2019, os Reclamantes apresentaram requerimento, nos seguintes principais termos:

II. PREÂMBULO

- a. Oito vírgula quarenta e seis por cento. Esta foi a queda sofrida pelas ações da Smiles em 3 de dezembro de 2019. No ano, a queda já ultrapassou largamente os dois dígitos. Trata-se de uma desvalorização digna de uma companhia com péssimos fundamentos, desastrosa governança e catastróficas perspectivas econômicas. Muito diferente, no entanto, do que sempre foi a Smiles;
- b. A Smiles é uma companhia com fundamentos econômicos sólidos, que constantemente supera projeções de resultado e, até há pouco tempo atrás, era ativo praticamente obrigatório na carteira de qualquer gestor de investimentos;
- c. O que aconteceu com a Smiles que causou uma queda tão grande na cotação de suas ações? Não foram fatores macroeconômicos, pois o cenário da economia brasileira apontava para uma recuperação modesta, porém sustentável, em 2019, com perspectivas melhores para os anos seguintes. A queda também não pode ser atribuída a fatores microeconômicos, tendo em vista que a Smiles continuava superando as suas projeções e sendo uma

companhia rentável;

- d. Será que o mercado é irracional e tem precificado a Smiles de forma incorreta? Afinal, o que justifica um descolamento tão grande do valor intrínseco da Smiles e a cotação de suas ações?;
- e. A única explicação lógica está nos fatos insistentemente e incansavelmente noticiados à CVM pelas Requerentes;
- f. A situação que se desenha atualmente é tão absurda e esdrúxula que o CFO da Gol, Richard Lark, debocha do regulador do mercado brasileiro em público e afirma abertamente: em disputas entre acionistas controladores e minoritários, historicamente os controladores vencem;
- g. Diante de todas as provas e informações disponibilizadas pelos Requerentes desde novembro de 2018, torna-se urgente e necessário uma atitude dessa respeitável autarquia, que sempre zelou vigorosamente pelo bom funcionamento do mercado de capitais brasileiro, para pôr um basta nas condutas praticadas pela Gol;

III.PRELIMINARES

- h. Antes de adentrar nas questões de mérito, há duas questões preliminares que devem ser abordadas: (i) "a absurda interpretação dada pela GEA-4 ao artigo 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019, que criou um ilegal juízo de admissibilidade aos recursos contra decisões da área técnica da CVM"; e (ii) a falta de competência da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN") para instruir o presente Processo.

III.1. Ilegalidade da interpretação dada ao art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019

- i. Para a surpresa das Requerentes, a GEA-4 negou recurso contra a sua própria decisão com base no artigo 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019, violando frontalmente o artigo 56 da Lei nº 9.784/1999 (Lei de Processo Administrativo Federal) e item I da Deliberação CVM nº 463/20033 (que não foi revogado ou modificado pela Instrução CVM nº 607/2019);
- j. De fato, o artigo 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019 estabelece que "[s]omente caberá recurso da decisão [de não apresentar termo de acusação] se ausente a fundamentação ou caso esteja em desacordo com posicionamento prevalecente no Colegiado";
- k. No entanto, a correta conjugação do mencionado dispositivo com o item I da Deliberação CVM nº 463/2003 deixa claríssimo que se criou **um juízo de conhecimento pelo Colegiado do recurso interposto contra a decisão da área técnica, e não um juízo de admissibilidade, pela área técnica, de recursos contra as suas próprias decisões.** (grifado pelos Reclamantes);
- l. Embora a lei especial possa suprimir ou limitar o direito de recurso em processo administrativo previsto no artigo 56 da Lei nº 9.784/1999 (conforme artigo 69 da mesma lei), não há qualquer dispositivo na Lei nº 6.385/1976 ou na Lei nº 13.506/2016 que limitem o direito de recurso contra decisões da

área técnica da CVM;

- m. A administração pública deve respeitar o princípio da legalidade disposto no artigo 37 da Constituição, não sendo possível, sem permissão legal expressa, que a CVM edite norma que restrinja direito dos jurisdicionados. No direito público, ao contrário do direito privado, **o que a lei não permite expressamente é proibido**. (grifado pelos Reclamantes);
- n. Assim, o artigo 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019 não deu e nem poderia dar poderes a analistas da área técnica da CVM para negar recursos contra suas próprias decisões monocráticas. Tal interpretação esvaziaria o poder do Colegiado, este sim órgão de decisão na hierarquia da CVM;
- o. Deste modo, a correta interpretação do artigo 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019, é que ele criou um **juízo de conhecimento** do recurso contra a decisão da área técnica de não apresentar termo de acusação, **juízo este que deve ser exercido pelo próprio Colegiado**. (grifado pelos Reclamantes);
- p. A própria redação do artigo 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019 deixa clara esta intenção ao condicionar o conhecimento do recurso à (i) falta de fundamentação e (ii) afronta ao posicionamento prevalecente do Colegiado;
- q. Ora, quem estabelece qual é o posicionamento prevalecente do Colegiado, senão o próprio Colegiado? Ademais, a análise de desacordo com posicionamento prevalecente do Colegiado implica na realização de um juízo de valor acerca dos fatos e provas presentes no caso concreto (principalmente fatos, tendo em vista o momento processual), o que só pode ser feito pelo próprio Colegiado. As áreas técnicas, no exercício de suas funções enquanto órgão da CVM, apenas verifica a conformação de fatos e provas às leis e regras exaradas pela CVM;
- r. **Por todo o exposto, é ilegal a decisão da GEA-4 e da SEP de negar recurso contra a sua própria decisão. O recurso deve obrigatoriamente ser direcionado ao Colegiado, que avaliará, no âmbito de um juízo de conhecimento, se o recurso deve ou não ser analisado**. (grifado pelos Reclamantes);

III.2. A SIN não é competente para conduzir as diligências do Processo

- s. "O Relatório 85 determinou que a Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores ("SOI") determine se a SIN deve conduzir diligências junto a analistas que acompanham a Smiles para verificar se houve influência, pelo Sr. Richard Lark, no conteúdo de seus relatórios sobre a Companhia, conforme alertado pelos Requerentes. Neste sentido, o Relatório 85 nos seguintes termos: '9. Tais elementos demandariam diligências junto às pessoas envolvidas, inclusive os referidos analistas, providência essa que não estaria na esfera de competências da SEP. Com efeito, entendo que caberia à SIN - ou à competente entidade autorreguladora - tomar as providências cabíveis, acionando posteriormente a SEP, se for o caso, com vistas a analisar a conduta de administrador de companhia aberta. Assim, sugiro que a SOI avalie a conveniência e oportunidade de acionar a SIN com relação a esse ponto.'";

- t. Embora os fatos apurados no âmbito deste Processo sejam diversos, as alegações das Requerentes podem ser resumidas de forma bem simples: a Gol tem abusado do seu poder de controle ao adotar diversas práticas para derrubar a cotação das ações de sua controlada, Smiles, com o objetivo de se beneficiar de uma relação de troca mais favorável em uma futura incorporação da Companhia;
- u. O fato novo trazido ao conhecimento da SEP pelas Requerentes apenas se soma aos fatos já trazidos aos autos deste Processo: além de tudo o que foi feito, para agravar a situação de abuso de poder de controle, o CFO da Gol, Sr. Richard Lark, tem abordado analistas de mercado para que seus relatórios transmitam visões negativas sobre a Smiles;
- v. Assim, não caberia à SOI ou à SIN diligenciar junto aos analistas da Smiles se o Sr. Richard Lark tem buscado influenciar seus relatórios, **pois os fatos que devem ser apurados dizem respeito a abuso de poder de controle, matéria que está dentro das competências da SEP.** (grifado pelos Reclamantes);
- w. Ademais, a menção, pela SEP, à necessidade de diligências adicionais para apuração das condutas da Gol indica que a instrução do Processo ainda está em curso, aguardando a finalização de diligências adicionais;
- x. Dessa forma: (i) as Requerentes entendem que a SEP, e não a SOI ou a SIN, deve realizar as diligências adicionais junto aos analistas da Smiles, visto que os fatos a serem apurados configuram abuso de poder de controle, matéria afeita à competência da SEP; e (ii) sem prejuízo do presente recurso, os Requerentes terão direito de interpor recurso adicional sobre qualquer decisão da SOI em relação a análise das condutas do Sr. Richard Lark.
- y. A confusão de competências feita pelo Relatório 85 apenas reforça a necessidade de que o presente Recurso seja analisado pelo Colegiado;

IV. MÉRITO

- z. As Requerentes já expuseram, em sede preliminar, seu entendimento de que cabe ao Colegiado da CVM analisar, em juízo de conhecimento do presente recurso, se a decisão da GEA-4 ora recorrida foi desprovida de fundamento ou violou posicionamento prelevante do Colegiado. Correndo o risco de soarem repetitivas, as Requerentes reforçam: cabe apenas ao Colegiado determinar se uma decisão da área técnica viola o posicionamento do próprio Colegiado;
- aa. No mérito, as Requerentes sustentam que: (i) a análise da existência de abuso de poder de controle e manipulação de mercado é casuística e os fatos apresentados pelas Requerentes conformam-se à definição jurídica destas condutas e, conseqüentemente, a decisão da SEP/GEA-4 viola posicionamento prelevante do Colegiado; e (ii) a recusa da Smiles e da Gol em divulgar os documentos que embasaram a decisão de não realizar a incorporação agrava a assimetria de informações entre o acionista controlador e os acionistas minoritários da Companhia, além de violar frontalmente o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008;

IV.1. A análise do abuso de poder de controle e manipulação de mercado é casuística

- ab. No exame da manipulação de mercado, é estritamente necessário que sejam analisados os fatos do caso concreto para que a irregularidade venha a ser caracterizada;
- ac. É uníssono na doutrina que a manipulação de preços ocorre quando estão presentes três elementos: “(i) utilização de qualquer processo ou artifício; (ii) destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário; e, (iii) induzindo terceiros à sua compra ou venda”;
- ad. Esse entendimento foi referendado diversas vezes pelo Colegiado da CVM, inclusive nos julgamentos do PAS CVM RJ 2014/0578 e PAS CVM nº RJ2013/5194, vejamos:

O tipo administrativo requer a presença de três elementos: (i) a utilização de qualquer processo ou artifício; (ii) que o processo ou artifício tenha o objetivo de alterar a cotação de um valor mobiliário; e (iii) que terceiros sejam por ele induzidos à negociação. Trata-se, assim, de ilícito doloso em que o agente comete ato consciente e intencional de alterar o processo de formação de preço do valor mobiliário no mercado⁷. 35. A Instrução CVM nº 08/1979 define que a manipulação de preços 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” (Item II, “b”). 36. Nos casos de manipulação de preços são utilizadas manobras artificiais para elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário com a finalidade de induzir terceiros a adquirir papéis sobrevalorizados ou alienar papéis subvalorizados. Caracteriza-se a manipulação de preços se restar comprovado que a elevação dos preços de determinada ação não resultou das forças normais de mercado, mas da atuação de certos investidores. 37. O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo. Trata-se de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato. Contudo, para que seja aplicada a penalidade é necessário demonstrar o nexo causal entre o artifício e o resultado, a efetiva produção de cotações enganosas. **38. Para a caracterização da manipulação de preços devem ser observados os seguintes elementos: i) Utilização de processo ou artifício; ii) Destinados a promover cotações enganosas, artificiais; iii) Induzindo terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas; iv) Presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base nessas cotações falsas.** (grifo dos reclamantes)

- ae. No caso em questão, todos os elementos para a caracterização do ilícito administrativo estão mais do que presentes:

i. Utilização de qualquer processo ou artifício - Anúncio sobre possível corte de dividendos da Companhia + Anúncio de rescisão do contrato 14 (quatorze) anos antes do seu término + Celebração de contratos de compra e venda de passagens aéreas a taxas fora dos parâmetros de mercado + Discurso malicioso e enganoso da Gol sobre as projeções da Companhia + Condutas irregulares do CFO da Gol em relação a Companhia + Solicitação de reajuste extraordinário no preço das passagens + Alteração das projeções da Companhia; ii. Destinado, direta

ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário - As condutas praticadas pela Gol expostas no item (i) acima têm o objetivo puro e simples derrubar a cotação das ações da Smiles, para possibilitar a obtenção de vantagem econômica pela Gol que, inclusive foi recentemente divulgada através do anúncio de Fato Relevante de 09 de dezembro de 2019, o qual deu publicidade a uma nova tentativa do controlador de incorporar a Smiles; e iii. Controladores induziram terceiros à sua compra ou venda - os controladores desejam adquirir, através de reestruturação societária, os papéis subvalorizados.

(sublinhado pelos Reclamantes)

- af. Ora, se as peculiaridades do caso concreto (leia-se: atitudes da Gol para depreciar o valor de mercado da Smiles) são o que determinam se o ilícito de manipulação de preços ocorreu ou não, a caracterização do abuso de poder de controle e manipulação de mercado pela Gol passa, necessariamente, por um juízo de valor sobre os fatos trazidos aos autos deste Processo pelas Requerentes, o que só pode ser feito pelo Colegiado;

IV.2. A análise da suficiência do conjunto de indícios para formação de prova indiciária para fins de condenação é tarefa do Colegiado

- ag. Como já dito exhaustivamente pelas Requerentes, a própria natureza casuística de determinados ilícitos, como o abuso de poder de controle e manipulação de mercado, exige a aceitação de provas indiciárias para a prova da conduta dolosa, a fim de garantir a efetividade do processo administrativo sancionador. A conduta de manipulação de mercado é sem dúvida uma destas hipóteses, visto que, por sua natureza, trata-se de conduta dissimulada.
- ah. Embora a SEP admita no Relatório 85 a possibilidade de utilização da prova indiciária, ela desqualifica o conjunto de indícios apresentados pelas Requerentes citando o entendimento do Colegiado da CVM no processo sancionador CVM nº 22/94, que diz, em suma, que “a existência de qualquer indício não é suficiente para ensejar a condenação”;
- ai. Ora, quem condena ou não é o Colegiado, a quem cabe exercer juízo de valor sobre os fatos, indícios e provas contidos nos autos do processo. À área técnica cabe acusar e, para formular acusação, é necessário precipuamente uma análise da conformação dos fatos à definição do ilícito disposto na norma para estabelecer a sua autoria e materialidade;
- aj. É inegável que as Requerentes apresentaram um conjunto robusto de indícios no Processo. Como já exposto, a queda brusca na cotação das ações da Smiles, em flagrante descolamento com os fundamentos econômicos da Companhia, só pode ser explicada pelos recorrentes atos de abuso praticados pela Gol;
- ak. Se já não fosse suficiente, o próprio Colegiado já se manifestou no sentido de que meros comentários do acionista controlador são mais do que suficientes para induzir investidores a negociar e, por consequência, manipular o mercado:

115. Quanto à alegação da defesa de que o meio utilizado não seria

idôneo para provocar distorções na cotação, nem haveria prova da correlação entre as manifestações do acusado no Twitter e a efetiva alteração do preço das ações da OGX, colocando obstáculos ao preenchimento do terceiro requisito do tipo administrativo, consistente em induzir terceiros à negociação, tendo que o simples fato de o acionista controlador e administrador da Companhia vir a público por meio das redes sociais tecer comentários relacionados às boas perspectivas da Companhia já seria suficiente para induzir investidores à negociação. (...) 119. Deste modo, a publicação de informações inverídicas sobre uma companhia em redes sociais é, sem sombra de dúvidas, meio idôneo para induzir investidores a negociar com valores mobiliários por ela emitidos e, por isso, alterar artificialmente a cotação de seus valores em bolsa, notadamente quando elas são produzidas e publicadas pelo acionista controlador. Aliás, a manipulação decorrente de uma conduta praticada fora do mercado, no caso a publicação de informações distorcidas da realidade pela internet, para causar alteração direta nele, e, com isso, obter vantagem, é exemplo clássico de estratégia de manipulação de mercado.

- al. Por meio do Relatório 85, a área técnica julgou-se competente para negar recurso à sua própria decisão e fazer juízo de valor sobre a suficiência de um conjunto probatório para condenar ou não um investigado, ambas competências afeitas ao Colegiado.

IV.3. Flagrante violação do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008

- am. Para piorar a situação das Requerentes, até hoje continua instalada uma situação de assimetria de informações entre acionista controlador e acionistas minoritários da Smiles ao negar acesso a documentos essenciais para a prova do ilícito (como os documentos produzidos durante a negociação do acionista controlador da Smiles e o Comitê Independente no âmbito da tentativa de incorporação da Smiles pela Gol);
- an. Tal acesso é garantido aos acionistas minoritários pelo Item 3 (xiv) do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 (ao exigir a divulgação de “todos os documentos que embasaram a decisão dos administradores devem ser colocados à disposição dos acionistas, na forma do art. 3º da Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999”) e é essencial para que a Smiles prove a existência de dolo da Gol.
- ao. A Smiles recusa-se a fornecer os documentos da incorporação frustrada com base no argumento sem substância de que, como não houve incorporação, não houve decisão da administração da Smiles. **Ora, não realizar a incorporação da Smiles pela Gol foi inegavelmente uma decisão tomada pelos administradores da Smiles e da Gol.** (grifado pelos Reclamantes);
- ap. A Smiles ainda se apoia em outro argumento igualmente sem substância para deixar de divulgar os documentos da tentativa desastrosa de incorporação: a Smiles não é obrigada a divulgar aos acionistas minoritários os documentos que embasaram a decisão dos administradores da Gol e Smiles de não realizar a incorporação pois o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 determina a divulgação “na forma do art. 3º da Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999”, referente à divulgação do protocolo, justificação e pareceres da operação. O Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 buscou

proteger os acionistas minoritários de eventuais abusos do controlador ao reduzir as chances de conflito de interesses e conferir transparência a incorporações de controlada por controlador. Ao citar o artigo 3º da Instrução CVM nº 319/1999, o parecer é categórico: a divulgação dos documentos deve obedecer à mesma forma, a mesma lógica, e não necessariamente o mesmo conteúdo;

- aq. Assim, na data em que os administradores da Gol e da Smiles **decidiram** não prosseguir com a incorporação, os documentos que embasaram esta decisão deveriam ter sido divulgados aos acionistas minoritários. (grifado pelos Reclamantes);
- ar. As Requerentes estão convictas de que a decisão da Gol de não prosseguir com a incorporação não teve como norte o melhor interesse da Smiles, mas sim o seu próprio interesse, pois a sua proposta de incorporação, em bases certamente desfavoráveis à Smiles, foi recusada (de forma inédita em operações do tipo) pelo Comitê Independente. No entanto, isso só pode ser provado com acesso aos próprios documentos que embasaram a decisão de não realizar a incorporação;
- as. Por fim, alega a Smiles que a decisão de não divulgar os documentos que embasaram a decisão dos administradores da Gol e Smiles de não realizar a incorporação está protegida pela business judgment rule. A Companhia ignora, no entanto, que a business judgment rule só é aplicável quando não há conflito de interesses na tomada de decisão e quando os administradores agem de boa-fé;
- at. Ora, é evidente que há conflito de interesses em qualquer decisão dos administradores da Gol e da Smiles a respeito da incorporação. É justamente em função deste conflito de interesses que o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 foi utilizado. Assim, o mérito de nenhuma decisão dos administradores da Smiles e da Gol no âmbito de qualquer tentativa de incorporação ou transação entre as duas partes estará protegida pela business judgment rule, em função do flagrante conflito de interesses;

IV.4. Novo Planejamento Estratégico

- au. A vertiginosa queda na cotação das ações da Smiles no dia 3 de dezembro de 2019 deveu-se à revisão das metas e projeções da companhia para o ano de 2020. A administração da Companhia, naturalmente influenciada pela Gol, tem revisado a estratégia da Smiles para perseguir estratégia que não atende ao seu melhor interesse;
- av. A divergência sobre a estratégia que a Companhia deve seguir nos próximos anos tem sido objeto de intensa discussão em seu Conselho de Administração. Um exemplo deste embate é o voto da Conselheira Independente Lucila Prazeres da Silva em Reunião do Conselho de Administração da Smiles realizado em 2 de dezembro de 2019. Nesta ocasião, ao consignar o seu voto no sentido de não votar o Orçamento de 2020 sem antes deliberar acerca da revisão do Plano Estratégico da Companhia, a conselheira apresentou manifestação por escrito no qual expõe diversos problemas com o Plano de Negócios apresentado pela diretoria da Smiles;
- aw. A principal objeção da conselheira independente diz respeito à não

diversificação das atividades (e, conseqüentemente, receitas) da Companhia, tendo em vista que o planejamento estratégico apresentado pela diretoria da Smiles prevê a continuação do foco nas atividades atualmente conduzidas. Veja-se o seguinte trecho da manifestação escrita da conselheira:

Assim, não ficando passiva diante das explanações da BCG e da Diretoria da Smiles nas reuniões de Conselho de Administração de 01, 15 e de 29 de Outubro de 2019 (essa bastante acalorada em alguns momentos), e debatido entre os Conselheiros, fiquei convencida de que a atual proposta do Plano de Negócios NÃO corresponde à 'ambição' que seria de se esperada da Companhia líder de mercado que somos nós, e de sua Diretoria. E começo dizendo que a pá-de-cal para confirmar minha impressão do quão tímido é o Plano de Negócio aconteceu quando o Senhor Masao Ukon da BCG respondeu, na reunião do dia 29 (daí a criticalidade da reflexão 'refletida' - o pleonasma é intencional) no debate com os Conselheiros, que o pedido da Diretoria para a BCG foi que ela 'se focasse no 'Core' (como mostra o Plano, o Core envolve foco quase exclusivo nas atividades atuais da Smiles, como 'bolt-on' em algumas atividades: tal como, a principal, a agencia de viagens, que desde já, caso vá ser perseguida em parceria com a acionista controladora da Companhia, voto no sentido de buscar condições comutativas por envolver parte relacionada);

- ax. Fica claro, que a Gol não tem a menor intenção de orientar a Companhia no caminho do seu crescimento. A intenção da Gol, perceptível nos diversos atos que vêm sendo informados pelos Requerentes à CVM, é depreciar o valor e a cotação das ações da Companhia o máximo possível, de modo a incorporá-la por preço baixíssimo;
- ay. Interessante notar, ainda, a reclamação contida na manifestação da Conselheira Independente Lucila Prazeres da Silva em sua manifestação: a última versão revisada do Plano deveria ser disponibilizada pela BCG, empresa de consultoria que auxiliou a diretoria a elaborar o Plano de Negócios, em sua sede no dia 16 de outubro, em São Paulo. Ao comparecer à sede, a Conselheira não teve acesso ao material e foi informada que ele seria disponibilizado na semana seguinte, 23 de outubro, no Rio de Janeiro. Em função de compromisso pré-agendado, a Conselheira Lucila não pôde ter acesso ao Plano na nova data. Percebe-se, assim, que a Gol tentou dificultar o acesso à informação;

IV.5. Nova Tentativa de Incorporação

- az. No dia 9 de dezembro de 2019, a Smiles publicou anúncio de fato relevante a respeito de nova tentativa de incorporação da companhia pela Gol. Desta vez, ao invés de seguir os procedimentos do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, a Gol preferiu deixar que a operação fosse aprovada pela maioria dos acionistas minoritários;
- ba. Ainda que este seja um fato novo, não abordado na decisão da área técnica que ora se recorre, é importante mencionar que esta nova tentativa de operação evidencia o que a Gol quis alcançar o tempo todo: a incorporação da Smiles a preço significativamente inferior ao que ela vale de fato. À época da primeira tentativa de incorporação, antes de a Gol dar o pontapé às ações

para depreciar a cotação das ações da Smiles, a proporção entre as ações das duas companhias era de, aproximadamente, 4,5 para 1. Agora, nesta nova operação, propõe-se uma relação de troca que situa o preço das ações da Gol e da Smiles em valor muito próximo quase de 1 para 1. Fica claro, portanto, que a tentativa de manipulação das ações da Smiles pela Gol foi bem-sucedida e está prestes a ser consolidada por meio de uma operação que gerará prejuízos aos acionistas minoritários que apostaram em investimento de longo prazo na Smiles;

- bb. Este fato novo apenas soma aos diversos indícios já trazidos ao conhecimento da CVM pelos Requerentes, além de se somar também aos constantes protestos da Conselheira Lucila Prazeres da Silva que, em Reunião do Conselho de Administração da Smiles de 2 de dezembro de 2019, fez várias objeções ao plano de negócios da companhia; e

V. CONCLUSÃO

- bc. **Diante de todo o exposto, e com vistas à proteção dos acionistas minoritários e do mercado, requer-se que o presente recurso seja direcionado ao Colegiado, sem qualquer juízo de admissibilidade pela SEP, para que o Colegiado: (i) em sede de preliminar, afirme a sua competência para, nos termos do artigo 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019, exercer juízo de conhecimento do presente recurso; e (ii) no mérito, determine que a SEP: (a) aprofunde as investigações sobre os abusos cometidos pela Gol; (b) oficie os analistas da Smiles para indagar-lhes se houve tentativa de influência do Sr. Richard Lark, por qualquer meio, no conteúdo dos relatórios da Smiles; e (c) obrigue a Smiles a divulgar, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, todos os documentos que embasaram a decisão dos administradores da Gol e da Smiles de não prosseguir com a incorporação pretendida, determinando, ainda, que qualquer decisão da Gol e da Smiles no âmbito de tal incorporação não tenha o seu mérito protegido pela business judgment rule, em função de evidente conflito de interesses.**

(grifamos e sublinhamos)

II- ANÁLISE

Do juízo de conhecimento de recurso contra decisão da área técnica de não formular acusação

3. Os Reclamantes questionam a interpretação dada ao artigo 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019, que teria criado um ilegal juízo de admissibilidade aos recursos contra decisões da área técnica da CVM e alegam principalmente que foi negada a apreciação do recurso pela instância superior com base no artigo 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019, fato que violaria o artigo 56 da Lei nº 9.784/1999 (Lei de Processo Administrativo Federal) e item I da Deliberação CVM nº 463/2003 (que não foi revogado ou modificado pela Instrução CVM nº 607/2019).

4. A respeito da ICVM nº 607/2019, deve-se presumir pela regularidade da norma, considerando principalmente (i) o procedimento de Audiência Pública; (ii) o controle de legalidade realizado pela PFE-CVM; e (iii) a aprovação pelo Colegiado da CVM, composto por diretores indicados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal. A propósito, não se tem notícia de que os Reclamantes ou seus representantes tenham participado da Audiência Pública.

5. A referida instrução prevê o seguinte:

Art. 4º Considerando as informações obtidas na investigação das infrações administrativas, as superintendências poderão:

I - deixar de lavrar termo de acusação nos casos em que:

a) concluir pela inexistência de irregularidades ou pela extinção da punibilidade; ou

(...)

§ 4º Somente caberá recurso da decisão contida no inciso I, do caput, se ausente a fundamentação ou caso esteja em desacordo com posicionamento prevalecente no Colegiado.

§ 5º No recurso de que trata o § 4º, incumbe ao recorrente demonstrar expressamente a ausência de fundamentação ou a dissonância em relação ao posicionamento prevalecente do Colegiado.

§ 6º A decisão do Colegiado nas hipóteses de deferimento do recurso previsto no § 4º, não determinará a instauração de processo administrativo sancionador, cabendo à superintendência, em cada caso, a eventual complementação da fundamentação ou revisão das circunstâncias de fato de acordo com o posicionamento prevalecente no Colegiado ou com nova orientação sobre a matéria por ele emitida, nos termos do § 8º do art. 4º.

§ 7º A norma que dispõe sobre o recurso ao Colegiado de decisões proferidas pelos superintendentes da CVM aplica-se aos recursos previstos no § 4º exclusivamente no que diz respeito aos prazos e procedimentos.

§ 8º O Colegiado poderá, de ofício ou a pedido da superintendência, conhecer de tema objeto de recurso sob a forma de consulta, hipótese na qual deverá manifestar-se sobre a matéria.

6. A SEP entende que os reclamantes não demonstraram expressamente, em nenhum momento, a ausência de fundamentação do que consta do Relatório nº 57/2019-CVM/SEP/GEA-4, que concluiu pela não acusação, naquele momento.

7. No que tange à eventual "dissonância em relação ao posicionamento prevalecente do Colegiado", os Reclamantes entendem que "a análise de desacordo com posicionamento prevalecente do Colegiado implica na realização de um juízo de valor acerca dos fatos e provas presentes no caso

concreto (principalmente fatos, tendo em vista o momento processual), o que só pode ser feito pelo próprio Colegiado. As áreas técnicas, no exercício de suas funções enquanto órgão da CVM, apenas verificam a conformação de fatos e provas às leis e regras exaradas pela CVM". Ainda que os Reclamantes tenham alegado que "a análise da existência de abuso de poder de controle e manipulação de mercado é casuística e os fatos apresentados pelas Requerentes conformam-se à definição jurídica destas condutas e, conseqüentemente, a decisão da SEP/GEA-4 viola posicionamento prevalecente do Colegiado", a SEP entende que não foi demonstrada, em nenhum momento, dissonância concreta em relação ao posicionamento prevalecente do Colegiado.

8. Considerando os pontos mencionados nos §§ 6º e 7º, não haveria reparos a fazer no Relatório nº 85/2019-CVM/SEP/GEA-4, que concluiu pela inadmissibilidade do primeiro recurso. No entanto, em função do ineditismo do caso (trata-se do primeiro recurso contra decisão da área técnica de não admitir recurso, nos termos da ICVM nº 607/19), entendemos que caberia a apreciação do Colegiado. Com efeito, o § 8º do art. 4º da ICVM nº 607/2019 prevê consulta ao Colegiado, o qual poderia (i) confirmar, ou não, os referidos entendimentos da SEP; e/ou (ii) indicar de quem seria a competência para exercer o juízo de conhecimento do recurso.
9. Deve-se considerar, ainda, que o Colegiado pode aplicar ao presente caso - o que não parece ser necessário, como se verá adiante - o entendimento que consta do voto do Diretor Relator Carlos Rebello no âmbito do processo 19957.005197/2016-78:

28. Nada obstante, há que se destacar que, mesmo antes da edição da ICVM 607/2019, o Colegiado firmou entendimento no sentido de circunscrever as hipóteses de reexame de decisões das áreas técnicas envolvendo a não instauração de processo administrativo sancionador, a fim de prestigiar desenho institucional amparado na separação das instâncias acusatória e julgadora. 29. Sem querer ingressar na discussão acerca da conveniência de tal modelo, entendo que a limitação da análise a ser conduzida pelo Colegiado em situações que tais não é absoluta - também não me parece ter sido essa a intenção da autarquia ao aprovar o novo regramento descrito na ICVM 607/2019. A bem da verdade, nem poderia ser, haja vista o princípio da autotutela que rege a atuação da administração pública, refletido, inclusive, nas disposições da Lei nº 9.784/1999, em especial em seus artigos 53 a 55. 30. A esse respeito, alinho-me ao posicionamento exarado pelo Presidente Marcelo Barbosa no exame do Processo CVM nº SP2016/19, em 26.2.2019, oportunidade em que destacou que "o fato de a escolha sobre manter a decisão de arquivamento competir às áreas técnicas não parecer ser incompatível com a apresentação de sugestões de prosseguimento do caso por parte do órgão julgador". 31. Afinal, como já se manifestou o Diretor Gustavo Machado Gonzalez, por ocasião da análise do Processo CVM no 19957.008672/2016-68, em 18.9.2017, a autonomia da área técnica: não retira do Colegiado a prerrogativa de devolver processos às áreas técnicas com a recomendação de que determinada matéria seja reexaminada à luz de aspectos que, eventualmente, não tenham sido totalmente considerados na análise inicialmente realizada pela superintendência. Tal afirmativa em nada contradiz os diversos precedentes onde, reiteradamente, se afirmou a independência entre as instâncias investigativa e julgadora. Afinal, a decisão acerca da instauração de processo sempre caberá ao juízo discricionário, mas necessariamente motivado, da superintendência. 32. Entendo, portanto, que diante de evidências de que a apuração conduzida pelas Superintendências não

considerou determinadas circunstâncias ou, ainda, que poderia ser aprofundada sob determinada perspectiva, distinta da até então considerada, poderá o Colegiado tecer recomendações sobre o caso, as quais deverão ser consideradas pela área técnica, ainda que em caráter não vinculante.

10. Com relação à Deliberação CVM nº 463/2003, deve-se ressaltar que a referida norma se aplica ao caso tão somente no que diz respeito aos prazos e procedimentos. Com efeito, o § 7º do art. 4º estabelece que "A norma que dispõe sobre o recurso ao Colegiado de decisões proferidas pelos superintendentes da CVM aplica-se aos recursos previstos no § 4º exclusivamente no que diz respeito aos prazos e procedimentos."

Questões de "mérito"

Investigações

Das reclamações que constam do Processo 19957.007658/2019-90, que foi instaurado em 07/08/2019 e que está em análise na SEP/GEA-4

11. Em 22.07.19, a requerente enviou à CVM correspondência que continha, ao final, os seguintes pedidos:
 - a. O reconhecimento por parte da CVM da obrigatoriedade de divulgação dos documentos que embasaram a decisão pela não realização da Operação nos termos do previsto nos itens "vi", "xiii" e "xiv" do PO35 e no artigo 157, §4º, artigo 109, II e no artigo 142, §1º, todos da Lei 6.404/76;
 - b. O reconhecimento da prática de manipulação de preço por parte da Gol, acionista controladora da Smiles, e de seus controladores, tendo em vista as práticas adotadas para influenciar negativamente a cotação das ações da Companhia;
 - c. A consequente responsabilização dos acionistas controladores da Smiles com base no item II, (b) da Instrução CVM nº 08/79; e
 - d. A consequente responsabilização dos acionistas controladores da Smiles com base no artigo 117, §1º, (a), (b) e (c) da Lei 6.404/76 e no artigo 1º, caput da Instrução CVM nº 323/00.
12. Em 26.07.19, a requerente enviou à CVM outra correspondência que continha, ao final, os seguintes pedidos:
 - a. Confirme a necessidade de divulgação do Contrato Operacional;
 - b. Investigue a conduta dos administradores da Smiles e da Gol por supostas violações dos deveres fiduciários, previstos nos artigos 153, 154 e 155 da Lei 6.404, ao não solicitarem o reajuste dos preços das passagens cobrados no âmbito do Contrato Operacional em outros momentos oportunos; e
 - c. Investigue a conduta do grupo controlador da Smiles, em especial a omissão de informações essenciais para o exercício, pelos acionistas minoritários, do direito de fiscalização e informação, previsto no artigo 109, III da Lei 6.404/76.

13. Em 26.07.19. a requerente enviou à CVM uma terceira correspondência que continha, ao final, os seguintes pedidos:
- Investigar a conduta dos administradores da Smiles e da Gol por violações dos seus deveres fiduciários com relação a celebração do contrato de antecipação de passagens divulgado em 27 de setembro de 2018;
 - Investigar a conduta do grupo controlador da Smiles por abuso do poder de controle com relação a celebração do contrato de antecipação de passagens divulgado em 27 de setembro de 2018, conforme previsto no artigo 117 da Lei nº 6.404/76; e
 - Confirmar o entendimento de que a deliberação e aprovação do contrato de antecipação de passagens divulgado em 27 de setembro de 2018 pela Smiles violou os artigos 117, 153, 154 e 155 da Lei nº 6.404/76, aplicando as sanções cabíveis.

Comentários

14. Considerando-se, ainda, o recurso interposto em 13/09/2019 e o presente recurso datado de 12/12/2019, verifica-se que são várias as correspondências, sob a forma de reclamações ou de recursos, combinando assuntos diferentes, inclusive abordando nos recursos pontos que ainda não haviam sido objeto de análise pela área técnica, naquele momento, por não constarem da primeira reclamação, como, por exemplo, a questão envolvendo a divulgação dos documentos produzidos pelo Comitê previsto no Parecer de Orientação CVM nº 35/08 que consta de um recurso contra o entendimento contido em uma análise que se referia ao assunto manipulação de preços/abuso do poder de controle.
15. Cabe ressaltar que constou do Relatório nº 85/2019-CVM/SEP/GEA-4, que analisou o primeiro recurso, o seguinte: "31. Todavia, a depender do resultado da análise das referidas questões e de eventuais fatos supervenientes, poder-se-á analisar, no âmbito do processo 19957.007658/2019-90, a eventual ocorrência das infrações apontadas por Atmos (vide § 7º e 24)". Entendemos, tendo em vista a relação entre os diferentes assuntos abordados nas reclamações e observado o princípio da economia processual, que as questões deveriam ser objeto de análise em um único processo.
16. O referido processo está em análise na SEP/GEA-4 e as supostas "infrações apontadas" pelos Reclamantes são inúmeras, incluindo eventual manipulação de preços e abuso do poder de controle. Com efeito, no tange à eventual manipulação de preços, aparente ponto de maior interesse dos Reclamantes, cabe frisar que todas as questões envolvendo o tema estão sendo analisadas no âmbito do referido processo 19957.007658/2019-90, sem prejuízo dos demais temas.
17. Não nos parece fazer sentido, portanto, que o Colegiado determine que a SEP "aprofunde as investigações sobre os abusos cometidos pela Gol", dado que a apuração está em curso.

Suposta influência de administrador da GOL a analistas que acompanham a Smiles

18. Os reclamantes trouxeram somente um fato novo ao presente processo, que trata de eventual manipulação de preços e abuso do poder de controle: a suposta influência de administrador da GOL no contato com analistas que acompanham Smiles com o fim de desvalorizar sua controlada. A alegação não foi acompanhada de elementos comprobatórios.
19. Constatou do Relatório nº 85/2019-CVM/SEP/GEA-4, que analisou o primeiro recurso, o seguinte: "9. Tais elementos demandariam diligências junto às pessoas envolvidas, inclusive os referidos analistas, providência essa que não estaria na esfera de competências da SEP. Com efeito, entendo que caberia à SIN - ou à competente entidade autorreguladora - tomar as providências cabíveis, **acionando posteriormente a SEP, se for o caso, com vistas a analisar a conduta de administrador de companhia aberta.** Assim, sugiro que a SOI avalie a conveniência e oportunidade de acionar a SIN com relação a esse ponto.". (grifamos)
20. Como se verifica, a SEP analisará a conduta do administrador, se for o caso. Para tanto, deve haver um mínimo de verossimilhança nas alegações.
21. Sem prejuízo de eventual recomendação do Colegiado, cabe às áreas técnicas envolvidas articularem-se para adotar as diligências que entenderem necessárias para a verificação dessa verossimilhança, no âmbito do já citado processo 19957.007658/2019-90. Trata-se de uma questão interna de organização do trabalho. Não caberia, em tese, aos Reclamantes indicarem a área técnica da CVM responsável e quais os procedimentos a serem realizados para apuração dos fatos, ainda que as alegações que apresentem sejam levadas em consideração no curso dos trabalhos.
22. A comprovação dos fatos narrados pelos reclamantes, no que se refere à atuação de administrador da Gol junto a analistas que acompanham Smiles é um dos pontos a serem avaliados no contexto da denúncia de manipulação de mercado, formulada por BC Gestão de Recursos LTDA. e outros.

Divulgação dos documentos referentes ao Parecer de Orientação CVM nº 35/2008

23. Constatou do Relatório nº 85/2019-CVM/SEP/GEA-4, que analisou o primeiro recurso, o seguinte:
"Das reclamações que constam do Processo 19957.007658/2019-90
 24. Em 22.07.19. a requerente enviou à CVM correspondência que continha, ao final, os seguintes pedidos: (i) O reconhecimento por parte da CVM da obrigatoriedade de divulgação dos documentos que embasaram a decisão pela não realização da Operação nos termos do previsto nos itens "vi", "xiii" e "xiv" do PO35 e no artigo 157, §4º, artigo 109, II e no artigo 142, §1º, todos da Lei 6.404/76;"
24. A questão está, portanto, em análise na SEP/GEA-4. Não há, ainda, decisão da SEP sobre a matéria, razão pela qual não caberia uma apreciação pela instância superior em sede de recurso. Ao incluir essa matéria no recurso, os reclamantes, em essência, demandam a atuação antecipada do Colegiado na ação de supervisão de companhias abertas.
25. O comentário acima vale para as passagens em que os Reclamantes

discorrem a respeito da suposta manipulação de preços e suposto abuso do poder de controle (vide, por exemplo, letras "af" e "al" do § 2º), conforme observação constante do § 16.

Business Judgment Rule

26. Os reclamantes requerem, por fim, que o Colegiado determine à SEP, ainda, "que qualquer decisão da Gol e da Smiles no âmbito de tal incorporação [anunciada em 14/10/18] não tenha o seu mérito protegido pela *business judgment rule*, em função de evidente conflito de interesses."
27. Conforme já mencionado, as diversas questões levantadas pelos Reclamantes estão em análise no âmbito do processo 19957.007658/2019-90.
28. Além disso, aplica-se à questão o que foi citado nos §§ 24/25.

III- CONCLUSÃO

Diante de todo o exposto, sugiro encaminhar o requerimento dos reclamantes ao Colegiado, via SGE, destacando o que consta dos §§ 6º ao 9º.

Atenciosamente,

DANIEL ALVES ARAUJO DE SOUZA

Analista – GEA-4

De acordo, **À SEP,**

JORGE LUÍS DA ROCHA ANDRADE

Gerente de Acompanhamento de Empresas – 4

De acordo, **Ao SGE, com vistas ao COL,**

FERNANDO SOARES VIEIRA

Superintendente de Relações com Empresas





Analista, em 20/12/2019, às 13:20, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Jorge Luís da Rocha Andrade, Gerente**, em 20/12/2019, às 16:41, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 20/12/2019, às 19:20, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0905854** e o código CRC **FF6F1E60**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0905854** and the "Código CRC" **FF6F1E60**.*
