



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO SEI Nº 19957.010563/2018-72

Reg. Col. nº 1666/19

- Interessados:** BC Gestão de Recursos Ltda.
Normandia Investimentos Ltda.
Oceana Investimentos Administradora de Carteira de Valores Mobiliários Ltda.
OpportunityAsset Administradora de Recursos de Terceiros Ltda.
- Assunto:** Recurso em face de entendimento da Superintendência de Relações com Empresas contra (i) sua a interpretação acerca do artigo 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019; e (ii) a possibilidade de a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais participar da instrução do processo em epígrafe.
- Relator:** Marcelo Barbosa

Relatório

1. Trata-se de recurso movido pela BC Gestão de Recursos Ltda., Normandia Investimentos Ltda. (“Normandia”), Oceana Investimentos Administradora de Carteira de Valores Mobiliários Ltda. (“Oceana”) e OpportunityAsset Administradora de Recursos de Terceiros Ltda. (“Opportunity” e, em conjunto com os demais, “Recorrentes”) contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas – SEP, exarada no Relatório nº 85/2019-CVM/SEP/GEA-4 (“Decisão”), que concluiu ser inadmissível recurso protocolado contra seu entendimento de não lavrar termo de acusação no presente caso, conforme o art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019¹. Os Recorrentes questionam, ainda, a possibilidade de a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN participarda instrução do Processo Administrativo SEI nº 19957.010563/2018-72 (“Processo”).

¹ “Art. 4º (...) §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.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2. O Processo tem origem em diversas reclamações protocoladas na CVM² após a publicação de fato relevante da Smiles Fidelidade S/A (“Smiles” ou “Companhia”)³, informando ao mercado que a Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (“Gol”), sua acionista controladora, (i) não tinha a intenção de renovar o contrato operacional e o contrato de prestação de serviços de *backoffice* (em conjunto, “Contrato Operacional”), celebrados entre Gol, Gol Linhas Aéreas S.A. (“GLA”) e Smiles, para além da atual data de validade de 2032; (ii) iniciar procedimentos visando a uma reorganização societária envolvendo a Smiles (“Reorganização”)⁴; e (iii) solicitara a convocação de uma assembleia geral extraordinária da Smiles para incluir, no Estatuto Social da Companhia, uma previsão para a constituição de um comitê especial independente, em consonância com o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 (“Comitê Independente”), para negociar os termos da Reorganização⁵. A Reorganização, vale destacar, não chegou a ser concluída, conforme informado pela Gol por meio de anúncio de fato relevante divulgado em 19.06.2019.

3. Em sua reclamação inicial⁶, a Oceana, em conjunto com a Studio Investimentos Administradora de Recursos Ltda., Indie Capital Investimentos Ltda., Normandia, Atmos Capital Gestão de Recursos Ltda. (“Atmos”) e Opportunity, alegam, em síntese, que a Gol estaria “*manipulando o mercado utilizando-se de ardis para baixar a cotação*”

² Docs. SEI 0641875, 0641879 e 0641884.

³ Doc. SEI 0641972.

⁴ De acordo com o fato relevante de 14.10.2018, a Reorganização compreenderia: “(i) a criação, pela GLA, de ações preferenciais, com direitos econômicos majorados em relação às ações ordinárias da GLA (“Ações PN Especiais GLA”); (ii) a alienação das ações ordinárias de emissão da GLA para o acionista controlador da GOL, Fundo de Investimento em Participações Volluto (“Volluto”); (iii) a incorporação da SMILES na GOL, com a emissão pela GOL, aos acionistas da SMILES, de ações preferenciais da GOL da classe atualmente existente (“Ações PN GOL”), e de uma nova classe de ações preferenciais resgatáveis da GOL (“Ações PN Resgatáveis GOL”); (iv) o resgate das Ações PN Resgatáveis GOL, com pagamento em dinheiro a ser efetuado em um prazo a ser determinado; (v) o aumento de capital da GLA, mediante a contribuição, pela GOL, dos ativos e passivos relacionados às atividades da SMILES; e, (vi) em uma segunda etapa, a migração da GOL para o Novo Mercado”, sendo que seus termos seriam negociados pelo Comitê Independente da Smiles e submetidos à aprovação dos acionistas da Gol e da Companhia.

⁵ A reclamação protocolada pela Oceana incluía, ainda, um pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação da assembleia geral, convocada pela Smiles em 01.10.2018, conforme solicitado pela Gol. Em sua análise quanto ao pedido, a SEP registou, basicamente, que (i) “os termos e condições da operação de reestruturação societária envolvendo a Gol e sua controlada Smiles estão sendo analisados no âmbito do Processo CVM 19957.009456/2018-00, o qual havia sido instaurado, em 15.10.18, nos termos do Plano Biental de Supervisão Baseada em Risco” (doc. SEI 06419922) e (ii) “não se poderia dizer que a proposta submetida à AGE, por si só, violaria dispositivos legais ou regulamentares e que os próprios Requerentes teriam centrado sua argumentação na suposta ocorrência de manipulação do mercado e abuso do poder de controle” (doc. SEI 06419922). Com base nesses argumentos, o Colegiado da CVM, em reunião realizada no dia 27.11.2018, deliberou pelo indeferimento do pedido.

⁶ Doc. SEI 0641884.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

das ações de emissão da Smiles”⁷, com a finalidade de obter uma relação de troca na Reorganização que lhe fosse mais favorável.

4. A suposta manipulação teria ocorrido em duas frentes. A primeira consistiria na divulgação prematura da intenção da Gol de não renovar o Contrato Operacional após 2032, o que teria causado uma reação negativa no mercado, dada sua importância para os negócios da Companhia⁸. A segunda frente, por sua vez, seria a súbita mudança de posicionamento da Gol em relação ao plano de negócios da Smiles.

5. Tais práticas, na visão dos reclamantes, caracterizariam manipulação de preços, nos termos do item II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 8/1979⁹. Além disso, alegam exercício abusivo de poder de controle por parte da Gol, tendo em vista sua suposta tentativa de esvaziar o comitê de partes relacionadas da Smiles por meio da criação do Comitê Independente e a utilização de uma estrutura de ações preferencias resgatáveis na Reestruturação¹⁰.

6. Após diversas interações com a Smiles e a Gol¹¹ e à luz das reclamações protocoladas na CVM, a SEP emitiu o Relatório nº 57/2019-CVM/SEP/GEA-4 (“Relatório 57”)¹², em que concluiu pela desnecessidade de diligências adicionais por parte desta área técnica, ao menos até o surgimento de fatos novos, pelos seguintes motivos:

⁷ Doc. SEI 0641884, p. 6.

⁸ De acordo com os reclamantes: “*parece totalmente irreal que o planejamento estratégico da GOL manifeste-se no intuito de não renovar o Contrato Operacional 15 (quinze) anos antes do fim de sua vigência. Afinal, a prática de mercado demonstra que não há qualquer companhia que se planeje com tanta antecedência.*”

Por fim, do ponto de vista jurídico, não havia qualquer necessidade de declarar que o Contrato Operacional não seria renovado, afinal, caso a Reestruturação seja consumada, a Smiles será extinta e o Contrato Operacional seria – automaticamente e sem necessidade de qualquer ato – resolvido por confusão, devido à assunção pela GLA de ambos os polos contratuais” (doc. SEI 0641884, p. 9).

⁹ “*manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a 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*”.

¹⁰ Conforme a manifestação dos reclamantes: “*a Reestruturação foi pensada e esquematizada de modo a impedir em absoluto que os minoritários tenham qualquer chance de rejeitar a Operação, seja na escolha do comitê independente seja no momento em que será deliberada a aprovação ou não da Operação.*”

O resultado prático dessa combinação de atos ilícitos é óbvio: (i) melhorar as condições da relação de troca de suas ações em favor da GOL, (ii) reduzir o valor a ser desembolsado pela GOL e (iii) manter o controle acionário da GOL intacto, sem a necessidade de comprar ações no mercado” (doc. SEI 0641884, p. 19)

¹¹ Cf. docs. SEI 0641917, 0641919, 0641976, 0641980, 0641997, 0645919, 0649759, 0650467, 0652978, 0652983, 0658576, 0661008, 0661011, 0661432, 0661505 e 0701336.

¹² Doc. SEI 0786473. O Relatório 57 também tratou das demais reclamações protocoladas (§§71-73), que não serão objeto de análise neste relatório e no voto que o sucede, tendo em vista o objeto do recurso formulado pelos Recorrentes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (i) a linguagem referente à não renovação do Contrato Operacional teria caráter meramente informativo. Além disso, os estudos encaminhados pela Gol demonstram que a decisão pela não renovação do Contrato Operacional não foi um ato isolado, mas fruto de uma decisão informada. Logo, não haveria “*elementos comprobatórios de que o objetivo da administração da GOL, ao divulgar, em 14.10.2018, as decisões relevantes simultaneamente tomadas, tenha sido o de causar um prejuízo a uma das companhias envolvidas ou a seus acionistas*”¹³ – razão pela qual não haveria manipulação de preços;
- (ii) “[n]ão há informação de que administradores da GOL tenham se posicionado anterior e publicamente a respeito do plano de negócios da Smiles”¹⁴, de modo que não seria possível falar em mudança súbita de entendimento. Além disso, quanto “*à falta de comunicação entre a administração da GOL e a administração da Smiles, deve-se ressaltar que os estudos utilizados pela GOL continham diversas informações públicas relativas à Smiles. Caberia à administração da Gol avaliar a eventual necessidade de obtenção de informações adicionais junto à outra companhia para tomada de decisões*”¹⁵;
- (iii) conforme manifestado pela SEP ao analisar o pedido de interrupção do prazo de convocação de assembleia geral extraordinária da Smiles, não há como afirmar, *a priori*, que a alteração estatutária da Companhia, realizada com o objetivo de prever a possibilidade de criação de Comitê Independente de acordo com uma das hipóteses previstas no Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, determina a efetiva composição de um comitê que comprometa sua independência. Por este motivo, a alegação de infração ao art. 117, §1º, alínea “c”, da Lei nº 6.404/1976¹⁶ não se sustenta;
- (iv) “*o uso de ações preferenciais resgatáveis já teve sua legalidade apreciada pelo Colegiado da CVM no Caso Suzano/Fibria (Processos SEI 19957.007756/2018-46 e 19957.007885/2018-34, julgamento de 04.09.2018, Relator Pablo Renterri-*

¹³ Doc. SEI 0786473, §49.

¹⁴ Doc. SEI 0786473, §51.

¹⁵ Doc. SEI 0786473, §53.

¹⁶ “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: (...) c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- a)”¹⁷, de modo que não haveria infração art. 117, §1º, alínea “a”, da Lei nº 6.404/1976¹⁸; e
- (v) tampouco seriam necessárias diligências adicionais para apurar eventual infração ao art. 117, §1º, alínea “a”, da Lei nº 6.404/1976¹⁹, pois “[a] GOL, ao refutar manipulação de preços, apresentou material que procurou demonstrar que a pretendida reestruturação se justificava economicamente”²⁰ e a Reestruturação não foi implementada, conforme fato relevante da Gol de 19.06.2019.
7. Em 13.09.2019, os Recorrentes, juntamente com a Atmos e a Tarpon Gestora de Recursos S.A., protocolaram pedido de reconsideração da decisão da SEP²¹ e, alternativamente, o recebimento da petição “na forma de Recurso para o Colegiado, nos termos da Deliberação nº 463/03”²², caso a área técnica não reconsiderasse suas conclusões.
8. Além de repisar os argumentos utilizados em sua manifestação inicial e sustentar que estariam comprovados por meio de provas indiciárias, foram apresentadas novas alegações de que um diretor da Gol estaria “*pressiona[n]do de forma ostensiva os analistas de corretoras e bancos de investimento (sellside) que acompanham a Smiles*”²³, por meio de ligações telefônicas, e-mails, reuniões e mensagens, como o intuito de influenciar seus relatórios sobre a Companhia e diminuir as expectativas que o mercado tinha quanto à Smiles.
9. Diante disso, a SEP proferiu a Decisão²⁴, em que entendeu não haver fatos novos a serem analisados, a não ser a supostapressão indevida por parte de administrador da Gol sobre analistas que acompanhavam a Smiles.
10. Na visão da área técnica, “[t]ais elementos demandariam diligências junto às pessoas envolvidas, inclusive os referidos analistas, providência essa que não estaria

¹⁷ Doc. SEI 0786473, §62.

¹⁸ “Art. 117. (...) 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”.

¹⁹ “Art. 117. (...) b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia”.

²⁰ Doc. SEI 0786473, §67.

²¹ Doc. SEI 0850480.

²² Doc. SEI 0841045, p. 31 – os destaques foram omitidos.

²³ Doc. SEI 0841045, p. 29.

²⁴ Doc. SEI 0850480.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

na esfera de competências da SEP”²⁵. Diante disso, sugeriu que a Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores – SOI avaliasse a conveniência e oportunidade de a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN, área responsável pela supervisão dos analistas de valores mobiliários, realizar diligências para avaliar a conduta suscitada. Logo, não haveria “*como fazer juízo de valor acerca da referida matéria n[aquele] momento, pelo que não caberia considerá-la como relevante para a presente análise*”²⁶.

11. A SEP também rebateu a alegação de que haveria indícios de manipulação de preço no caso concreto, ainda que por meio de provas indiciárias, reiterando os argumentos utilizados no Relatório 57. Ao final, concluiu que:

com base no que consta dos presentes autos, não se pode afirmar, nesse momento, que houve as irregularidades apontadas no § 7º. Essa conclusão pode ser revista em função do eventual surgimento de fatos novos comprobatórios da irregularidade alegada, seja em razão de eventual denúncia, seja em função do exercício da atividade de supervisão das companhias abertas. O pedido de reconsideração, no entanto, não trouxe, em nossa opinião, fatos novos, ressalvada a questão mencionada no § 9º, que pode eventualmente ser objeto de avaliação pela SIN.²⁷

12. Por estes motivos, a SEP indeferiu o pedido de reconsideração e entendeu que não caberia recurso ao Colegiado de decisão da área técnica contrária à instauração de processo administrativo sancionador, nos termos do art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019, uma vez que o Relatório 57 foi, em sua opinião, devidamente fundamentado, não afrontando posicionamento prevaemente do Colegiado da CVM – sendo, portanto, inadmissível o recurso.

13. Diante disso, os Recorrentes protocolaram, em 12.12.2019, recurso²⁸ em face da Decisão proferida pela SEP, pois, no seu entendimento, a interpretação dada pela área técnica ao art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019, seria ilegal e a SIN não teria competência para instruir o Processo.

14. Os Recorrentes sustentam que:

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.²⁹

²⁵ Doc. SEI 0850480, §10.

²⁶ Idem.

²⁷ Doc. SEI 0850480, §18.

²⁸ Doc. SEI 0901075.

²⁹ Doc. SEI 0901075, p. 4 – os destaques foram omitidos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

15. De acordo com os Recorrentes, sem previsão legal expressa, a Autarquia não teria competência para editar norma que restringisse direitos de seus jurisdicionados. Assim, o referido dispositivo não poderia conceder poderes às áreas técnicas para negar recursos contra suas próprias decisões, esvaziando o Colegiado da CVM, a quem caberia analisar o conhecimento do recurso, inclusive por meio de *“um juízo de valor acerca dos fatos e provas presentes no caso concreto”*³⁰, a fim de verificar se, de fato, a decisão da área técnica afrontara seu posicionamento prevalecente.

16. Quanto à alegada falta de competência da SIN para conduzir as diligências do Processo, especificamente em relação às alegações que envolvem os analistas de valores mobiliários, os Recorrentes sustentam que *“os fatos que devem ser apurados dizem respeito a abuso de poder de controle”*³¹ e, por isso, a responsável pela apuração deveria ser a SEP. Além disso, para os Recorrentes, a *“confusão de competências feita pelo Relatório 85[a Decisão] apenas reforça a necessidade de que o presente Recurso seja analisado pelo Colegiado”*³².

17. Em seguida, os Recorrentes narram, mais uma vez, os fatos que mereceriam ser objeto de atuação sancionadora da CVM e afirmam que, até hoje, haveria uma situação de assimetria informacional, na medida em que a Smiles nega *“o acesso a documentos essenciais para prova do ilícito”*³³ ao não divulgar todos os documentos que embasaram a decisão dos administradores, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008³⁴, que poderiam comprovar a existência de dolo por parte da Gol durante a Reestruturação³⁵.

18. Os Recorrentes ainda refutam as alegações da Smiles de que não seria obrigada a divulgar os referidos documentos porque (i) 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, justificacão e pareceres da opera-

³⁰ Doc. SEI 0901075, p. 5.

³¹ Doc. SEI 0901075, p. 6.

³² Doc. SEI 0901075, p. 7.

³³ Doc. SEI 0901075, p. 11.

³⁴ *“xiv) 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.”*

³⁵ Segundo os Recorrentes: *“[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”* (doc. SEI 0901075, p. 12 – os destaques constam no original).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ção³⁶; e (ii) sua decisão de não divulgação estaria dentro da esfera de discricionariedade dos administradores, que, quando tomada de forma refletida, isenta e desinteressada, estaria protegida pela *business judgment rule*.

19. Na visão dos Recorrentes, a *business judgment rule* não seria aplicável, pois haveria “*conflito de interesses em qualquer decisão dos administradores da Gol e da Smiles a respeito da incorporação*”, sendo esse o motivo pelo qual “*o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 foi utilizado*”³⁷.

20. Por fim, os Recorrentes alegam que a nova tentativa de incorporação da Smiles pela Gol, conforme divulgada ao mercado em 09.12.2019, “*evidencia o que a Gol quis alcançar o tempo todo: a incorporação da Smiles a preço significativamente inferior ao que ela vale de fato*”³⁸, uma vez que a relação de troca proposta é muito próxima de uma relação de 1:1.

21. Por estes motivos, requerem:

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.³⁹

22. Ao receber o recurso, a SEP elaborou o Relatório nº 118/2019-CVM/SEP/GEA-4 (“Relatório 118”)⁴⁰, defendendo, em síntese, que:

(i) “*deve-se presumir pela regularidade da norma [Instrução CVM nº 607/2019], considerando principalmente (i) o procedimento de Audiência Pública; (ii) o*

³⁶ Os Recorrentes sustentam que “[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” (doc. SEI 0901075, p. 12).

³⁷ Doc. SEI 0901075, p. 13.

³⁸ Doc. SEI 0901075, p. 15.

³⁹ Doc. SEI 0901075, p. 16.

⁴⁰ Doc. SEI 0905854.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*controle de legalidade realizado pela PFE-CVM; e (iii) a aprovação pelo Colegiado da CVM*⁴¹;

- (ii) a Decisão não merece reparos, uma vez 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”*⁴². De toda forma, a SEP entende que o Colegiado deveria se manifestar sobre o assunto, tendo em vista se tratar *“do primeiro recurso contra decisão da área técnica de não admitir recurso, nos termos da ICVM nº 607/19”*⁴³;
- (iii) a área técnica instaurou o Processo CVM SEI nº 19957.007658/2019-90 para analisar pontos que não foram abordados nas primeiras reclamações protocoladas na CVM, 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”*⁴⁴, além da suposta manipulação de preços suscitada pelos Recorrentes; e
- (iv) a investigação da alegada pressão indevida por parte de administrador da Gol sobre analistas que acompanhavam a Smiles demanda diligências adicionais, inclusive junto aos analistas. Após o aprofundamento destas investigações, a SEP analisará a conduta do administrador, se for caso. Por ora, *“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”*⁴⁵.

23. Em reunião do Colegiado de 14.01.2020, fui designado relator deste Processo.

É o relatório.

⁴¹ Doc. SEI 0905854, §4.

⁴² Doc. SEI 0905854, §6.

⁴³ Doc. SEI 0905854, §8.

⁴⁴ Doc. SEI 0905854, §14.

⁴⁵ Doc. SEI 0905854, §21.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Voto

I. Introdução

1. Trata-se de recurso contra Decisão⁴⁶ da SEP que concluiu ser inadmissível recurso protocolado contra seu entendimento de não lavrar termo de acusação no presente caso. Os Recorrentes questionam, ainda, a possibilidade de a SIN participar da instrução do Processo.

2. Conforme exposto no relatório, após analisar diversas reclamações encaminhadas à CVM, relacionadas à Reorganização, a SEP entendeu, naquele momento, não ser necessária a realização de diligências adicionais.

3. Diante do entendimento da área técnica, foi protocolado pedido de reconsideração e, alternativamente, o recebimento da petição “na forma de Recurso para o Colegiado, nos termos da Deliberação nº 463/03”⁴⁷. A SEP, por sua vez, não alterou suas conclusões e entendeu que não caberia recurso contra sua decisão de não instaurar processo administrativo sancionador, dado que o Relatório 57 fora devidamente fundamentado, não estando em desacordo com o posicionamento prevalecente no Colegiado. Por esses motivos, o recurso não seria admissível no presente caso.

4. Além disso, tendo em vista as alegações de pressão indevida por parte de administrador da Gol sobre analistas que acompanhavam a Smiles, a SEP sugeriu que a SOI avaliasse a conveniência e oportunidade de a SIN avaliar a conduta suscitada.

5. Os Recorrentes protocolaram, então, recurso contra a Decisão da SEP, alegando, em síntese, a ilegalidade da interpretação dada pela SEP ao art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019 e a incompetência da SIN para conduzir as diligências do Processo. Além disso, os Recorrentes requerem 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

⁴⁶Os termos iniciados em letras maiúsculas e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no Relatório deste voto.

⁴⁷ Doc. SEI 0841045, p. 31 – os destaques foram omitidos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

âmbito de tal incorporação não tenha o seu mérito protegido pela *business judgment rule*, em função de evidente conflito de interesses.⁴⁸

6. O caso é um dos primeiros a tratar de um aspecto relevante do art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019: a insurgência contra a decisão da área técnica por não lavrar termo de acusação. Este Colegiado tem, portanto, a oportunidade de apresentar seu entendimento sobre o assunto, de forma a não apenas decidir o presente caso, mas igualmente elucidar questões que poderão ser suscitadas em casos futuros que tenham contornos semelhantes.

7. Assim sendo, antes de tratada interpretação dada pela SEP ao referido dispositivo, farei algumas considerações sobre o regime de segregação das instâncias acusatória e julgadora da CVM, pois o desenho institucional adotado pela Autarquia estabelece premissas relevantes para delimitar a atuação do Colegiado em casos como esse.

II. Recursos contra decisões de não lavrar termo de acusação

A segregação de funções acusatória e julgadora da CVM

8. A resolução deste caso requer o bom entendimento dos papéis das diferentes instâncias da CVM nas etapas dos processos que aqui tramitam.

9. A Deliberação CVM nº 457/2002 promoveu alterações na direção da segregação das atividades das instâncias da Autarquia, delimitando a competência do Colegiado na condução dos processos administrativos sancionadores⁴⁹ e conferindo certo grau de autonomia às Superintendências e Comissões de Inquérito para o exercício das funções acusatórias⁵⁰.

10. Entre outras consequências, este desenho institucional evita que o Colegiado seja instado a se manifestar e formar prejulgamentos sobre questões que, ao final, poderá vir

⁴⁸ Doc. SEI 0901075, p. 16.

⁴⁹ O Colegiado e seus membros mantiveram competências subsidiárias na condução dos processos administrativos sancionadores, como a determinação de novas diligências e a possibilidade de redefinir a natureza jurídica dos fatos.

⁵⁰ A Deliberação 457/2002 delegou à Superintendência Geral a competência para determinar a instauração de inquérito administrativo, designar os membros de Comissões de Inquérito e prorrogar o prazo de investigação (art. 1º) e a elaboração de termo de acusação quando os elementos de autoria e materialidade da infração forem suficientes (art. 4º e 5º).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

a examinar e julgar⁵¹. Posteriormente, a separação das instâncias acusatória e julgadora foi reafirmada pela Deliberação CVM nº 538/2008 e pela Instrução CVM nº 607/2019.

11. Evidentemente, esse regime tem reflexos relevantes no grau de interferência do Colegiado em decisões das áreas técnicas pela não formulação de acusação.

12. Durante a vigência da Deliberação CVM nº 538/2008, salvo algumas exceções, o entendimento prevalecente no Colegiado era por não conhecer recursos interpostos contra esse tipo de decisão, à luz do argumento de que eles não estariam abarcados pela Deliberação CVM nº 463/2003⁵². A exceção mais comum a este posicionamento eram os casos em que as decisões tomadas pelas áreas técnicas estavam em desconformidade com o entendimento prevalecente no Colegiado da CVM⁵³. Ainda assim, nessas ocasiões, o Colegiado entendia que não seria apropriado solicitar a instauração do processo sancionador, considerando mais adequado limitar-se a requerer um novo exame do caso pela área técnica, em prol da segregação de funções acusatória e julgadora⁵⁴.

A sistemática da Instrução CVM nº 607/2019 e a controvérsia sob exame

13. A Instrução CVM nº 607/2019 manteve o caráter de excepcionalidade das hipóteses revisionais de decisões das áreas técnicas contrárias à instauração de processo administrativo sancionador⁵⁵, mas, diferentemente do regime anterior, passou a prever um tratamento expresso aos recursos que visam reformular essas decisões, reconhecendo

⁵¹ No mesmo sentido, a então diretora Luciana Dias, ao relator os Processos Administrativos CVM nº SP2011/302 e 2011/303, j. em 24.06.2014, afirmou que “[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”.

⁵² Cf., exemplificativamente, o Processo CVM nº 19957.007121/2018-49, j. em 04.12.2018, no qual o então diretor da CVM, Carlos Rebello, asseverou 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”.

⁵³ Cf., por exemplo, o Processo CVM nº RJ2015/339, relator diretor Pablo Renteria, j. em 25.09.2018.

⁵⁴ Cf., neste sentido, o Processo CVM nº SP2016/19, relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 26.02.2019 e o Processo CVM no 19957.008672/2016-68, relator Diretor Gustavo Gonzalez, j. em 18.09.2017.

⁵⁵ De acordo com o Relatório de Audiência Pública SDM 02/2018: “[a] CVM considera que devem ser excepcionais as hipóteses de admissibilidade recursal a fim de que o juízo quanto à lavratura ou não de termo de acusação não seja avocado indiretamente pelo Colegiado, sob risco de pré-julgamento da matéria. Além disso, a ampliação dessas hipóteses poderia prejudicar a celeridade e efetividade da atuação das áreas técnicas.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

como aplicáveis nesses casos somente os prazos e procedimentos previstos na Deliberação CVM nº 463/2003⁵⁶.

14. Assim, nos termos do art. 4º, §4º, da referida instrução, tais recursos são cabíveis apenas se a decisão carecer de “*fundamentação ou caso esteja em desacordo com posicionamento prevalecente no Colegiado*”, consagrando aquela exceção mais usual, reconhecida sob a égide da Deliberação CVM nº 538/2008. A instrução, portanto, “*reflete a prática atual da CVM e de seu Colegiado em casos dessa natureza, com o benefício de gerar mais transparência e previsibilidade para o mercado*”⁵⁷.

15. Ocorre que, para a SEP, o destinatário do recurso seria a própria área técnica que decidiu não lavrar o termo de acusação, cabendo a ela julgar sua procedência no caso concreto. Esta leitura da norma, no entanto, não me parece ser a mais acertada.

16. A Instrução CVM nº 607/2019 segue a lógica que vigorava durante a Deliberação CVM nº 538/2008, segundo a qual o Colegiado analisava recursos dessa natureza de forma limitada e restritiva, sobretudo em situações que contrariavam seus precedentes. A norma, conforme exposto no Relatório de Audiência Pública SDM 02/2018, procurou refletir a prática existente, e não desvirtuá-la, a ponto de retirar do Colegiado a prerrogativa de se manifestar em relação a decisões que, eventualmente, estejam em desacordo com seu entendimento prevalecente ou careçam de fundamentação.

17. Uma vez formulado o recurso, a área técnica poderá, se entender conveniente e oportuno, reconsiderar sua decisão de não lavrar o termo de acusação, o que importará em perda de objeto. No entanto, caso mantenha sua decisão, a área técnica não poderá deixar de levar o recurso ao Colegiado, a quem caberá analisá-lo – independentemente de qualquer juízo de admissibilidade por parte da área técnica.

18. Isso porque, embora o dispositivo não faça referência expressa ao Colegiado como destinatário do recurso, não me parece fazer sentido que a própria área prolatora da decisão seja a responsável pela análise e decisão quanto ao pedido que questiona seus fundamentos, ainda que limitado às hipóteses do art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019.

19. Uma leitura sistemática do art. 4º da Instrução CVM nº 607/2019, conjugado com a Deliberação CVM nº 463/2003, corrobora essa interpretação.

⁵⁶ “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.”

⁵⁷ Relatório de Audiência Pública SDM 02/2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

20. De acordo com o §6º do art. 4º, “[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”. A norma em questão é justamente a Deliberação CVM nº 463/2003, cuja redação é categórica no sentido de que “[d]as decisões proferidas pelos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários - CVM caberá **recurso para o Colegiado**” (destacou-se). Ou seja, seguir o procedimento previsto na deliberação implica a remessa do recurso ao Colegiado da CVM, a quem compete analisá-lo e decidi-lo.

21. Pelo exposto, não vejo como concordar com a leitura dada pela SEP ao art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019. Embora a área técnica até possa se manifestar sobre a admissibilidade de recursos interpostos contra sua decisão de não lavrar termo de acusação, não lhe cabe negar o seu seguimento quando assim entender, sob pena de privar o interessado da possibilidade de apreciação em segundo grau pelo Colegiado da CVM.

22. Eo Colegiado, em sede de apreciação do referido recurso, não tem a prerrogativa de substituir a área técnica na formulação do termo de acusação, pois está limitado a solicitar “*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*” (art. 4º, §6º, da Instrução CVM nº 607/2019).

Análise do recurso no caso concreto

23. Ante as conclusões expostas acima e tendo em vista o recurso dos Recorrentes ao Colegiado, para que revise a Decisão da SEP, passo ao exame do cabimento do recurso.

24. A meu ver, os argumentos trazidos pelos Recorrentes não guardam relação com as únicas hipóteses que autorizam a formulação de recurso contra a decisão da área técnica por não lavrar termo de acusação: a falta de fundamentação ou a contrariedade a um posicionamento prevalecente no Colegiado.

25. O recurso de que trata o art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 607/2019 não é um instrumento de revisão de todo e qualquer aspecto do juízo acusatório exercido pela área técnica, pois está circunscrito às hipóteses taxativamente previstas na norma. Esta é, afinal, uma das formas previstas na Instrução CVM nº 607/2019 para assegurar o regime de segregação de funções desta Autarquia, que, ao longo dos últimos anos, delimitou as hipóteses de ingerência na atividade sancionadora das áreas técnicas. Além disso,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

tal recurso definitivamente não permite ao recorrente a possibilidade de rediscussão do mérito da decisão da área técnica.

26. Os Recorrentes podem até discordar do posicionamento da SEP em relação à existência de atos que representem abuso de poder de controle ou manipulação de mercado. Isso, no entanto, não é suficiente para afastar o juízo da Superintendência quanto à inexistência de indícios de autoria e materialidade suficientes para embasar, neste momento, a instauração de um processo administrativo sancionador.

27. Na visão dos Recorrentes, a configuração do abuso de poder de controle e da manipulação de mercado é casuística e demandaria uma análise dos fatos no caso concreto, pelo Colegiado, para que este pudesse reformular a decisão da SEP.

28. No entanto, o art. 4º, §4º, não me parece ter tal alcance. A análise dessas questões implica avaliar se os indícios constantes nos autos são suficientes para caracterizar justa-causa, o que, a meu ver, resultaria em um prejulgamento do Colegiado quanto à verossimilhança das alegações dos Recorrentes. E é justamente este tipo de juízo que o modelo institucional adotado pela CVM depois de 2002 e, atualmente, consagrado pela Instrução CVM nº 607/2019, procura evitar.

29. Para reforçar esse entendimento, imagine-se o cenário em que o Colegiado tivesse ampla discricionariedade para rever o mérito da decisão da área técnica pela não lavratura do termo de acusação. Qual seria o resultado? Devolveria o processo para que a área lavrasse termo em sentido distinto daquele que considera adequado? Ou o próprio Colegiado ficaria responsável pela acusação, para em seguida julgá-la? Especular sobre as consequências da aceitação dessa hipótese, como se vê, abre espaço para uma série de incongruências com o atual regime de segregações de funções acusatória e julgadora.

30. Pelo mesmo motivo, entendo que não cabe ao Colegiado avaliar, no âmbito desse recurso, a suficiência de provas indiciárias para a lavratura de um termo de acusação.

31. Os Recorrentes, vale destacar, não demonstram nenhuma contrariedade ao entendimento prevalecente no Colegiado em relação a este ponto. Não há dúvidas quanto a que provas indiciárias podem, em tese, fundamentar a lavratura de um termo de acusação e, eventualmente, uma condenação. O que os Recorrentes contestam é a valoração dada pela área técnica às provas trazidas aos autos que, para eles, seria “*um conjunto robusto de indícios*”. A SEP, no entanto, parece entender que, até o momento, elas não seriam suficientes para a abertura de um processo administrativo sancionador.

32. Novamente: não vejo como o Colegiado poderia se manifestar sobre a matéria sem se imiscuir no papel acusatório exercido pela área técnica, uma vez que teria que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

avaliar e ponderar a credibilidade das provas nos autos e, a partir desses elementos, emitir um prejulgamento envolvendo a existência (ou não) de autoria e materialidade no caso.

33. Por fim, as alegações relacionadas à violação ao Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, tampouco merecem prosperar. Embora o parecer de orientação não tenha caráter normativo e, portanto, não possa estabelecer obrigação exigível do particular, a alegação ainda está sendo apurada pela SEP, no âmbito do Processo CVM nº 19957.007658/2019-90. Ou seja, não haveria sequer hipótese para atuação do Colegiado neste momento, uma vez que a área técnica ainda está formando sua convicção em relação ao assunto e não emitiu decisão contrária à lavratura de termo de acusação.

III. Competência da SIN para a realização de diligências relacionadas ao Processo

34. Os Recorrentes questionam, ainda, a competência da SIN para realizar diligências relacionadas ao Processo, especificamente aquelas decorrentes da alegação de que um diretor da Gol estaria “*pressiona[n]do de forma ostensiva os analistas de corretoras e bancos de investimento (sellside) que acompanham a Smiles*”⁵⁸, por meio de ligações telefônicas, e-mails, reuniões e mensagens, como o intuito de influenciar seus relatórios sobre a Companhia e diminuir as expectativas que o mercado tinha quanto ao crescimento da Smiles.

35. Segundo a SEP, seriam necessárias “*diligências junto às pessoas envolvidas, inclusive os referidos analistas, providência essa que não estaria na esfera de competências da SEP*” e, por isso, indicou que caberia à SIN investigar a verossimilhança das alegações para, posteriormente, avaliar se haveria alguma implicação em suas conclusões expostas até aquele momento. Para os Recorrentes, no entanto, “*os fatos que devem ser apurados dizem respeito a abuso de poder de controle*”⁵⁹ e, por isso, a responsável pela apuração deveria ser a SEP.

36. A meu ver, não assiste razão aos Recorrentes.

37. Está dentro das competências da SIN supervisionar e fiscalizar as atividades de analistas de valores mobiliários, nos termos do art. 18, inciso III, do Decreto nº

⁵⁸ Doc. SEI 0841045, p. 29.

⁵⁹ Doc. SEI 0901075, p. 6.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6.382/2008⁶⁰. Assim, compete a esta área técnica averiguar se, de fato, houve algum descumprimento da Instrução CVM nº 598/2018 durante a elaboração dos relatórios de análises da Smilesque compromettesse sua imparcialidade e, em caso positivo, apurar sua origem.

38. A alegação de abuso de poder de controle, suscitada pelos Recorrentes, é apenas uma das implicações possíveis das investigações da SIN, que, eventualmente, pode se desdobrar em matérias cuja competência para fiscalizar e supervisionar excedam as atribuições da SEP. Diante disso, não me parece que seja adequado que os Recorrentes indiquem a área técnica responsável pela apuração dos fatos que venham a alegar, ainda que sua denúncia seja considerada no curso dos trabalhos⁶¹.

39. A SEP, vale destacar, se beneficiará do resultado das apurações da SIN para formar sua convicção em relação às alegações dos Recorrentes e, caso seja identificada sua verossimilhança, tomará as providências que julgar necessárias, como afirmou em mais de uma ocasião⁶².

IV. Conclusões

40. Ante todo o exposto, concludo que:

- (i) a Instrução CVM nº 607/2019 não outorga poderes para a área técnica analisar o cabimento de recurso formulado contra sua própria decisão de não lavrar termo de acusação. Uma vez protocolado o recurso, o Superintendente que houver proferido a decisão recorrida poderá reformá-la ou mantê-la e, nesta segunda hipótese, deverá encaminhá-lo ao Colegiado, ainda que considere o recurso intempestivo ou incabível. Conforme a instrução, compete ao Colegiado da CVM julgar se a decisão carece de fundamentação ou contraria seu posicionamento prevalecente (art. 4º, §4º, da instrução). Em caso positivo, e em respeito à segregação das instâncias acusatória e julgadora desta casa, o Colegiado não determinará a instauração de processo administrativo sancionador, mas apenas eventual

⁶⁰ “Art. 18. À Superintendência de Relações com Investidores Institucionais compete: (...) III - coordenar, supervisionar e fiscalizar o acompanhamento de atividades dos investidores institucionais nacionais e estrangeiros registrados na CVM, bem como propor e fiscalizar a observância de normas relacionadas aos registros e à divulgação de informações desses investidores institucionais.”

⁶¹ A SIN, aliás, já instaurou processo para apurar a denúncia relatada pelos Recorrentes (Processo CVM nº 19957.000435/2020-35), cujas conclusões poderão amparar o entendimento da SEP no Processo CVM nº 19957.007658/2019-90.

⁶² Cf. §9 da Decisão (doc. SEI 0850480), §21 do Relatório nº 118 (doc. SEI 0905854) e o Memorando nº 1/2020-CVM/SEP/GEA-4 (doc. SEI 0920186), nos autos do Processo CVM SEI nº 19957.007658/2019-90.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

complementação da fundamentação ou revisão das circunstâncias de fato de acordo com o entendimento prevalecente, como prevê o §6º do art. 4º da Instrução CVM nº 607/2019;

- (ii) no caso concreto, o recurso não merece prosperar. Os Recorrentes não demonstraram, em nenhuma oportunidade, falta de fundamentação da Decisão (ou em qualquer outro relatório emitido pela SEP) nem contrariedade com o posicionamento prevalecente no Colegiado. A irresignação em relação à decisão da área técnica pela não instauração de processo administrativo sancionador não têm o condão de reformulá-la; e
- (iii) a SIN é a área técnica competente para apurar eventual influência de administrador da Gol na atuação de analistas que acompanham a Smiles, sem prejuízo de, caso verificados indícios neste sentido, a SEP continuar suas apurações para avaliar a conduta do referido administrador e da Gol, na qualidade de acionista controladora da Smiles, se aplicável.

É como voto.

Rio de Janeiro, 3 de março de 2020

Original assinado por

Marcelo Barbosa

Presidente