

Rio de Janeiro, 08 de julho de 2016.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM
Rua Sete de Setembro, nº 111, Centro
Rio de Janeiro – RJ, CEP 20159-900

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2016
Alteração da Instrução CVM nº 358/2002 e da Instrução CVM nº 461/2007

Prezados Senhores,

Conforme Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2016, de 08 de junho de 2016 (“Audiência Pública” e “Edital”, conforme o caso), aproveitamos a oportunidade para anexar à presente nossos comentários e sugestões à minuta de Instrução proposta (“Minuta”) que altera a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 358, de 3 de janeiro de 2002, conforme alterada (“Instrução CVM 358”) e a Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, conforme alterada (“Instrução CVM 461”).

Nossos comentários e sugestões estão divididos em duas partes, quais sejam: (a) no Anexo I à presente Carta, apresentamos nossas considerações sobre os quesitos especificados por essa D. Comissão no Edital, enquanto (b) no Anexo II, apresentamos considerações adicionais sobre artigo da Instrução CVM 358 não contemplado no Edital, para fins de apreciação desta D. Comissão.

Cumprimentamos essa D. Comissão pela iniciativa de atualizar as regras aplicáveis à disciplina de divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante por companhias abertas e antecipamos nossos melhores votos para que a nova regulamentação traduza o processo contínuo de aperfeiçoamento de suas normas.

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

SOUZA, CESCON, BARRIEU & FLESCH - ADVOGADOS

ANEXO I – COMENTÁRIOS E SUGESTÕES À MINUTA DE INSTRUÇÃO

DISPOSITIVOS	COMENTÁRIOS
<p><i>Artigo 2º, parágrafo único, inciso XXII, da Instrução CVM 358 (Artigo 1º da Minuta)</i></p>	<p>Entendemos oportuno ajustar a redação constante do artigo 1º da Minuta, especificamente com relação ao inciso XXII do parágrafo único do artigo 2º da Instrução CVM 358, que trata da “<i>propositura de ação judicial</i>”. É importante esclarecer que, em linha com os precedentes do Colegiado dessa D. Comissão, somente devem ensejar a divulgação de fato relevante processos que tenham o potencial de gerar “<i>considerável impacto financeiro</i>”, termo utilizado pelo Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5470, julgado por o E. Colegiado em 24 de março de 2016.</p> <p>Conforme verificamos, a jurisprudência do E. Colegiado¹ é uniforme no sentido de que a propositura de ação judicial somente justifica a divulgação de fato relevante <u>quando o processo judicial tenha gerado obrigação presente de considerável impacto financeiro para a companhia, o que somente ocorre mediante decisão judicial.</u></p> <p>Em vista do acima exposto, sugerimos (a) incluir na redação do dispositivo em questão o termo “de forma considerável”, para qualificar o trecho “<i>propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia</i>”, bem como (b) alterar o termo “<i>propositura de ação judicial</i>” por “<i>decisão judicial</i>”. Embora se trate da positivação de entendimento já consolidado pelo E. Colegiado, acreditamos que as alterações propostas trariam maior clareza e segurança jurídica aos administrados.</p> <p>Nesse sentido, sugerimos os seguintes ajustes ao inciso XXII do parágrafo único do artigo 2º da Instrução CVM 358, cuja redação consta do artigo 1º da Minuta:</p> <p style="text-align: center;">“Art. 2º. (...)”</p> <p style="text-align: center;"><i>Parágrafo único. (...)</i></p> <p style="text-align: center;"><i>XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial,</i></p>

¹ Vide Processo Administrativo CVM nº RJ 2005/0527, julgado em 09 de agosto de 2005; PAS CVM nº RJ 2004/6238, julgado em 05 de outubro de 2005; PAS CVM nº RJ 2005/2933, julgado em 11 de janeiro de 2006; PAS CVM nº RJ 2005/1508, julgado em 03 de maio de 2008; e PAS CVM nº RJ 2013/5470, julgado em 24 de março de 2016.

requerimento de falência ou ~~propositura de ação~~ decisão judicial que possa vir a afetar, de forma considerável a situação econômico-financeira da companhia.”

Artigo 7º da Instrução CVM 358 (Artigo 3º da Minuta)

Entendemos que há importantes reflexões a serem feitas acerca da proposta de revogação do artigo 7º da Instrução CVM 358, que dispõe sobre o pedido de tratamento confidencial de informação privilegiada.

Embora os administradores estejam autorizados pelo disposto no artigo 157, § 5º da Lei nº 6.404/1976 (“Lei das S.A.”) e no artigo 6º da Instrução CVM 358 a deixar de divulgar informação relevante ao mercado quando entenderem que sua revelação “*porá em risco interesse legítimo da companhia*”, há casos em que não é possível determinar com clareza a existência de interesse legítimo que justifique a não divulgação da informação, o que fundamenta a existência de previsão expressa acerca do pedido em questão à CVM na parte final do §5º do dispositivo legal referido².

A esse respeito, a doutrina especializada observa que o §5º do artigo 157 da Lei das S.A. atribui competência a essa D. Comissão, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, para apreciar a adequação ou não do entendimento dos administradores no sentido de não divulgar informação relevante ao mercado, quando entenderem que sua revelação põe em risco interesse legítimo da companhia³.

² Assim dispõe o § 5º do artigo 157 da Lei das S.A.: “§ 5º. *Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.*” (grifou-se)

³ Nesse sentido, Modesto Carvalhosa. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. V. III, 5ª edição, 2011, p. 418, assim observa nos comentários ao dispositivo em questão: “*Deve a Comissão de Valores Mobiliários verificar se as informações prestadas pelos administradores são mediatas, exatas e suficientemente completas, para permitir aos acionistas e aos investidores a formação de uma imagem real da situação da companhia. Deve cuidar a Comissão para que os investidores e os acionistas tenham oportunamente essas informações publicadas (art. 289) e para que, de outro lado, o seu conteúdo não os induza a erro, seja por falsidade ou por omissão. Ademais, cabe à Comissão de Valores Mobiliários decidir sobre a prestação de informações pelos administradores que a negaram, arguindo o dever de sigilo. Tal decisão administrativa, de caráter urgente, é cominatória no plano administrativo, devendo a agência governamental publicar sua decisão a respeito.*” Também nesse sentido, José Waldecy Lucena. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei* (Arts. 121 a 188). v. II, p. 543, em comentários ao dispositivo em análise, assim esclarece: “(...) *Mas aqui também, como ocorre com a prestação de informações aos acionistas (§1º), pode o administrador deixar de divulgar a informação (§4º). (...) Prudente, de consequente, o administrador que, em dúvida quanto a*

Adicionalmente, considerando precedentes de pedidos formulados com base no artigo 7º julgados pelo E. Colegiado verificados em nosso levantamento, identificamos, dentre os diversos casos analisados (amostragem de dezessete casos apurados, desde 2007), que na grande maioria (treze dos dezessete precedentes) o Colegiado apreciou a validade da decisão tomada por administradores, ou mesmo controladores, quanto ao adiamento da divulgação de informação relevante, seja no sentido de deferir ou indeferir o pedido⁴.

Ainda, cabe ressaltar que o E. Colegiado deferiu onze dos treze precedentes em que adentrou a análise do mérito do pedido. Tais casos de deferimento julgaram válido o juízo preliminar realizado pelos administradores de que a divulgação traria prejuízo a interesse legítimo da companhia, dando maior segurança de que a decisão de não divulgar a informação está em linha com as normas da Instrução CVM 358 (tendo o julgado apenas ressalvado eventuais fatos supervenientes que viessem a ensejar a necessidade de divulgação, quais sejam as hipóteses legais de divulgação imediata do ato ou fato nos casos de vazamento da informação ou oscilação atípica).

Os indeferimentos dos pedidos analisados, por sua vez, resultaram na determinação de imediata divulgação da informação relevante pela companhia, após o devido exame do pleito pelo Colegiado e entendimento, ao revés daquele dos administradores ou controladores, de que a sua revelação não colocaria em risco interesse legítimo da companhia. A manifestação do Colegiado, nesses casos, privilegia a atuação preventiva dessa D. Comissão, em caráter *ex ante*, contribuindo para o cumprimento dos deveres de diligência e de informar por parte dos adminis-

divulgação, formule, ele próprio, consulta à CVM. (...) Tem a CVM, em suma, competência para decidir a questão, determinando que se preste ou se divulgue a informação, ou, ao contrário, proclamando corretas a recusa de informar ou a omissão de divulgar, por parte do administrador.” (grifamos)

⁴ Precedentes identificados, divulgados publicamente no *website* da CVM: (i) Brascan – Decisão do Colegiado de 23.08.2007; (ii) Vigor – Processo CVM nº RJ2007-14986, julgado em 22.07.2008; (iii) Renner - Decisão do Colegiado de 07.08.2008; (iv) Anglo American – Decisão do Colegiado de 29.08.2008; (v) Votorantim – Decisão do Colegiado de 29.08.2008; (vi) Telemar – Decisão do Colegiado de 23.03.2009; (vii) Vale – Decisão do Colegiado de 03.06.2009; (viii) Randon – Decisão do Colegiado de 06.11.2009; (ix) Braskem – Decisão do Colegiado de 15.07.2010; (x) CSN – Decisão do Colegiado de 07.10.2010; (xi) Tractebel – Decisão do Colegiado de 05.11.2010; (xii) Telefônica – Decisão do Colegiado de 29.12.2010; (xiii) Minerva – Decisão do Colegiado de 02.02.2011; (xiv) Shopping Tacaruna – Decisão do Colegiado de 11.10.2011; (xv) Banco do Brasil – Decisão do Colegiado de 10.01.2013; (xvi) CPFL – Decisão do Colegiado de 27.03.2014; (xvii) CCX – Decisão do Colegiado de 24.03.2015.

DISPOSITIVOS

COMENTÁRIOS

tradores ou acionistas controladores em questão.

Nesse sentido, identificamos que na grande maioria dos precedentes analisados o pedido foi endereçado a essa D. Comissão pela administração da companhia; nos demais casos, pelo acionista controlador. Administradores e acionistas controladores recorrem à CVM, diante de situações complexas, para se certificar que a não divulgação da informação sobre a qual pretendem manter reserva está em linha com o entendimento dessa D. Autarquia acerca do interesse legítimo da companhia.

Em adição ao acima exposto, entendemos que a eventual revogação da possibilidade de apresentar pedido de tratamento confidencial poderia ser interpretada como contrária ao exercício da atividade consultiva dessa D. Comissão prevista no artigo 13 da Lei nº 6.385/1976. Conforme discorre a doutrina especializada, a CVM deve manter, por força legal, serviço para exercer atividade consultiva, possuindo o poder-dever de emitir pareceres ante consultas específicas de agentes de mercado⁴.

Artigo 11 da Instrução CVM 358 (Artigo 1º da Minuta)

Em relação à proposta de inclusão do § 9º do artigo 11 da Instrução CVM 358, entendemos válido o esclarecimento de que o termo “*fundos de ações*” se refere especificamente à categoria “Fundo de Ações” regulada na Subseção II da Instrução CVM nº 555/14 e, ainda, nos termos dos artigos 108, inciso II, e 115 da referida Instrução, com o objetivo de não gerar dúvidas acerca das modalidades de fundos de investimento objeto de aplicação da norma em questão, conforme sugestão de redação abaixo destacada.

Adicionalmente, uma vez que o principal objetivo do referido dispositivo consiste em equiparar a negociação com cotas de fundos ações à negociação com valores mobiliários emitidos pela companhia, suas controladoras ou controladas, entendemos também oportuna, a realização das alterações abaixo destacadas,

⁴ Nesse sentido, Maria da Glória Ferraz de Almeida Prado *in* **Comentários à Lei de Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**, coord. Gabriela Codorniz e Laura Patella, São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 310-312, ao comentar o art. 13 da Lei nº 6.385/76: “*De cunho essencialmente interpretativo, as opiniões emitidas pela CVM dizem respeito ao seu entendimento acerca da existência ou não, na situação apresentada à análise pelo agente de mercado ou investidor, de violação à lei, regulamento ou de norma estatutária, contratual ou de autorregulação. (...) O paralelo permite concluir que a intenção do art. 13, no que se refere ao poder-dever da CVM de emitir Pareceres ante consultas específicas dos agentes de mercado é o de, justamente, manifestar o entendimento da autarquia sobre aquele determinado caso (...) Com efeito, a manifestação do entendimento versa, a rigor, sobre a legalidade dos atos nela examinados, que podem já ter ou não ocorrido.*” (grifamos)

DISPOSITIVOS

COMENTÁRIOS

quais sejam: (i) a inclusão do trecho “*nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas*”, de forma a alinhar a redação proposta do referido parágrafo à redação já aplicável à negociação de valores mobiliários de emissão de controladoras ou controladas, já constantes do *caput* e do § 1º do artigo 11 e (ii) a inclusão do trecho “*salvo pelo disposto no parágrafo único do artigo 20 desta Instrução*”, de forma a manter a consistência com do parágrafo proposto com o artigo 20 já constante da Instrução CVM 358..

Assim, sugerimos os seguintes ajustes à proposta de redação do § 9º do artigo 11 da Instrução CVM 358, que consta do artigo 1º da Minuta:

“Art. 11. (...)”

§ 9º. *Para efeitos deste artigo, equipara-se à negociação com valores mobiliários emitidos pela companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas, a negociação com cotas de fundos de ações, regulados nos termos da Instrução CVM nº 555/14, conforme alterada, cujo regulamento preveja que sua carteira de ações seja composta exclusivamente por ações de emissão da companhia, de sua controlada ou de sua controladora, salvo pelo disposto no parágrafo único do artigo 20 desta Instrução.”*

ANEXO II – COMENTÁRIOS ADICIONAIS A DISPOSITIVOS DA INSTRUÇÃO CVM 358

DISPOSITIVOS	COMENTÁRIOS
<p>Artigo 15-A, § 1º, inciso II da Instrução CVM 358</p>	<p>Entendemos que a redação atual do inciso II do parágrafo 2º do artigo 15-A da Instrução CVM 358 poderia ser alterada de modo a prever, no âmbito dos Planos Individuais de Investimentos, como alternativa à especificação da quantidade, preço e data de negociação dos valores mobiliários objeto do plano, a utilização de algoritmos/fórmulas. A esse respeito, notamos que a <i>U.S. Securities and Exchange Commission</i>, por meio da edição da <i>Rule 10b5-1</i> (§ 240.10b5-1) permite o uso de fórmulas/algoritmos para determinar a quantidade, preço e data de negociação dos valores mobiliários com base em variáveis estabelecidas no momento da adesão ao plano, sobre as quais o titular não possua ingerência posterior, conforme:</p> <p>“(B) <i>The contract, instruction, or plan described in paragraph (c)(1)(i)(A) [Planos Individuais de Investimentos] of this Section:</i></p> <p>(1) <i>Specified the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold;</i></p> <p>(2) <u><i>Included a written formula or algorithm, or computer program, for determining the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold; or</i></u></p> <p>(3) <i>Did not permit the person to exercise any subsequent influence over how, when, or whether to effect purchases or sales; provided, in addition, that any other person who, pursuant to the contract, instruction, or plan, did exercise such influence must not have been aware of the material nonpublic information when doing so; and</i></p> <p>(C) <i>The purchase or sale that occurred was pursuant to the contract, instruction, or plan. A purchase or sale is not “pursuant to a contract, instruction, or plan” if, among other things, the person who entered into the contract, instruction, or plan altered or deviated from the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities (whether by changing the amount, price, or timing of the purchase or sale), or entered into or altered a corresponding or hedging transaction or position with respect to those securities.” (grifamos)</i></p> <p>A inclusão de tal hipótese poderia estimular a adoção de Planos de Investimento Individuais, preservando a mesma essência então definida na Instrução CVM 358; de que as negociações sejam definidas em caráter irrevogável e irreatável pelos signa-</p>

DISPOSITIVOS

COMENTÁRIOS

tários.