



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 07/19 – Processo CVM SEI nº 19957.009455/2019-38

Objeto: Minuta de instrução que fixa escala reduzindo, em função do capital social, as participações acionárias necessárias ao exercício de direitos previstos na Lei 6.404, de 1976.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões enviadas na Audiência Pública SDM nº 07/2019, que recebeu comentários do público entre os dias 10 de outubro e 6 de dezembro de 2019.

A audiência teve como objeto Minuta de instrução que fixa escala reduzindo, em função do capital social, as participações acionárias necessárias (i) à propositura da ação derivada contra os administradores prevista no § 4º do art. 159 da Lei nº 6.404, de 1976 (“LSA”), e (ii) à propositura de ação de responsabilidade contra sociedade controladora prevista na alínea “a” do § 1º do art. 246 dessa mesma Lei, sem a prestação de caução, conforme previsão do art. 291 da LSA.

As manifestações na audiência pública recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores¹. Em função disso, os comentários e sugestões recebidas são citadas neste relatório de forma resumida. Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes apenas de redação não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de instrução.

Para melhor descrever os comentários e sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma:

¹ http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0719.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Sumário

1.	Participantes da audiência pública	2
2.	Comentários à Minuta.....	2
2.1.	Comentários gerais.....	2
2.2.	Art. 1º da Minuta.....	11
2.3.	Faixas de participação no capital social.....	11
3.	Extensão da regra a outros percentuais previstos no art. 291 da LSA	12
4.	Utilização dos percentuais propostos para revisão das Instruções CVM 165 e 324.....	16
5.	Proposta definitiva de instrução.....	18

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) Associação Brasileira de Jurimetria (“ABJ”), em conjunto com a Associação Brasileira das Companhias Abertas (“ABRASCA”); (ii) Associação de Investidores no Mercado de Capitais (“AMEC”); (iii) Cescon, Barrieu, Flesch & Barreto Advogados (“Cescon Barrieu”); (iv) Demori Claudino Sociedade de Advogados (“Demori Claudino”); (v) Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”); (vi) Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (“IBRI”); (vii) Renato Chaves; e (viii) Stocche Forbes Advogados (“Stocche Forbes”).

2. Comentários à Minuta

2.1. Comentários gerais

ABJ e ABRASCA se reportam ao estudo “Critérios para a participação de acionistas em assembleias de companhias de capital aberto”,² elaborado pela ASA, cujo levantamento foi utilizado no edital da audiência para avaliar o percentual de companhias que seriam afetadas pela flexibilização das participações acionárias mínimas exigidas para o exercício dos direitos previstos

²http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/ acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Criterios_para_a_participacao_de_acionistas_em_assembleias_de_companhias_de_capital_aberto.pdf



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

no § 4º do art. 159 e no § 1º, “a”, do art. 246 da LSA, nos termos do art. 291 dessa mesma Lei. ³

As entidades alegam que tanto os dados levantados quanto as recomendações do estudo da ASA divergem da proposta colocada na Minuta, uma vez que o estudo sugeriu a manutenção dos percentuais legais e a inclusão de um critério temporal de titularidade de ações, caso as participações acionárias mínimas exigidas para o exercício dos direitos previstos no § 4º do art. 159 e no § 1º, “a”, do art. 246 da LSA viessem a ser flexibilizadas.

ABJ e ABRASCA afirmam que o estudo da ASA: (a) considerou a redução dos percentuais previstos no § 4º do art. 159 e no § 1º, “a”, do art. 246 da LSA como uma matéria sensível, por incorporar maior risco de atividade oportunista; (b) indicou que a literatura consultada, os dados levantados e as entrevistas realizadas apontaram para a existência de uma correlação positiva entre o tamanho do capital social e a escolha da companhia como alvo de ativismo; (c) não encontrou uma correlação (negativa ou positiva) entre o tamanho da companhia (considerando o valor do capital social como **proxy**) e o efeito da flexibilização sobre a quantidade de acionistas que passariam a adquirir o direito de executar determinado pleito; e (d) considerou fraca ou desprezível a relação entre o valor do capital social e o grau de concentração acionária (principal motivação para alteração dos percentuais).

As participantes entendem que a redução dos percentuais previstos no § 4º do art. 159 e no § 1º, “a”, do art. 246 da LSA apenas para as companhias de maior porte se justificaria somente caso o estudo da ASA tivesse indicado a existência de uma escassez de acionistas aptos a propor ações em companhias de grande porte com os percentuais atuais, contudo não foi o que ocorreu.

Para ABJ e ABRASCA a redução de percentuais aumenta a quantidade de acionistas legitimados a propor ações em companhias de maior porte, elevando o risco de ações judiciais oportunistas para essas companhias.

As participantes afirmam que, embora seja possível editar ato normativo em desacordo com o resultado da análise de impacto regulatório (“AIR”), as boas práticas recomendam que a decisão de regular seja não só justificada, mas também acompanhada de um plano de avaliação de resultado

³ Os participantes ressaltam que tiveram acesso aos dados utilizados pelo estudo três dias antes do fim do prazo de encerramento da Audiência Pública e, por isso, seus comentários foram apresentados sem análise e teste de tais dados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

regulatório para verificar os efeitos da regulação e identificar possíveis ajustes.

Não obstante, as participantes entendem que o mais recomendável, levando em conta as conclusões do estudo da ASA, seria não modificar as regras vigentes e não reduzir percentuais. Caso a CVM opte por editar a norma proposta, ABJ e ABRASCA sugerem que se condicione sua aplicação a acionistas que demonstrem deter as participações acionárias exigidas desde o momento em que ocorreram os atos ilícitos que embasam a ação de responsabilidade.

Levando em conta a experiência europeia, Cescon Barrieu entende que o efeito da redução do percentual previsto no art. 159, § 4º, da LSA para a propositura de ação derivada pode ser bastante tímido. O participante afirma que, na França e na Itália, por exemplo, a flexibilização não promoveu uma maior utilização da ação derivada pelos acionistas, pois o maior obstáculo para a propositura dessas ações não é a participação mínima exigida, mas sim a falta de incentivos econômicos e o alto custo suportado pelo acionista que ajuíza a ação, principalmente quando se considera o risco de sucumbência, sem qualquer benefício ou retorno direto.

Cescon Barrieu afirma que, assim como na Itália e na França, no Brasil também é o acionista quem arca, **a priori**, com os custos do processo e com o risco de ter de arcar com custas e sucumbência em caso de insucesso, sendo que, em caso procedência da ação, os resultados são destinados a indenizar a companhia, que ressarce apenas as despesas incorridas pelo acionista em razão da ação, no limite daqueles resultados.

Cescon Barrieu cita ainda que, no caso das companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, é obrigatória a adoção da arbitragem para resolução de conflitos envolvendo a companhia, acionistas e seus administradores, sendo que os custos incidentes sobre o procedimento arbitral são ainda maiores do que os incorridos em demandas no Judiciário.

Em função disso, Cescon Barrieu entende que é provável que, a despeito de se reduzir a participação mínima requerida, a ação de responsabilidade em face de administradores siga restrita a acionistas com participação relevante que possuem recursos e têm interesse econômico na companhia suficiente para arcar com esse tipo de empreitada.

O participante entende que a redução do percentual mínimo poderia facilitar a atuação de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

investidores oportunistas com maior disponibilidade patrimonial para adotar este tipo de medida, inclusive com o objetivo de coagir o administrador ou controlador a celebrar acordo ou mesmo com o intuito de provocar impacto negativo no preço das ações e obter ganho com o aluguel de ações.

Cescon Barrieu sugere que a eventual redução do percentual previsto no § 4º do art. 159 da LSA seja acompanhada de regra que exija um tempo mínimo de titularidade das ações, de forma a mitigar o risco de ação oportunista, e que essa titularidade seja de, no mínimo, um ano.

Cescon Barrieu compreende que ao exercer a competência regulatória prevista no art. 291, a CVM não está adstrita a tão somente reduzir o percentual, sendo possível estabelecer condicionantes, desde que, em qualquer hipótese, seja preservado o requisito legal de titularidade de 5%, sem exigência de tempo mínimo de titularidade.

AMEC, Demori Claudino e IBGC se manifestaram favoravelmente à proposta de flexibilização dos percentuais previstos no § 4º do art. 159 e na alínea “a” do § 1º do art. 246 da LSA.

AMEC acredita que o escalonamento apresentado pela CVM está em linha com a proposta feita pela associação na Carta Presi nº 2/2013 e que a medida é adequada para propiciar o regular exercício de direitos por parte dos acionistas não participantes do bloco de controle e para fomentar o ativismo positivo por parte dos investidores.

Demori Claudino também é favorável à proposta de flexibilização dos percentuais previstos no § 4º do art. 159 e na alínea “a” do § 1º do art. 246 da LSA, dado que o próprio legislador reconheceu, por meio da competência dada à CVM no art. 291 da LSA, que os percentuais previstos na legislação poderiam, de acordo com o tamanho da companhia, ser excessivos, impedindo o exercício do direito de ação pelos minoritários e a atuação de mais um ator no controle dos atos de gestão e de controle das companhias.

Demori Claudino defende que se o objetivo é fortalecer o **enforcement** privado, deve ser amplamente assegurado o acesso à jurisdição, ainda que com a adoção, de forma equilibrada, de mecanismos que procurem desestimular lides temerárias, mas que não se tornem mecanismos de bloqueio muito difíceis de serem superados pelos minoritários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

O participante ressalta que, de acordo com o sistema de responsabilidade civil em vigor no Brasil, o simples fato de haver a necessidade de prova de dano à companhia diretamente relacionado à conduta dos controladores e administradores já constitui uma barreira natural contra o ajuizamento de lides temerárias por parte dos minoritários. Demori Claudino ressalta que os custos processuais, incluindo os custos de sucumbência, também desestimulam demandas aventureiras.

Para Demori Claudino, ao não se viabilizar o acesso às ações de reparação aos investidores com participação inferior a 5%, impõem-se à CVM maior atuação e vigilância sobre as condutas dos administradores e controladores. De acordo com o participante, mesmo não sendo essa a intenção da CVM, o fortalecimento das possibilidades de atuação dos entes privados alimentaria um sistema em que múltiplos atores contribuem para o cumprimento da legislação brasileira, fortalecendo o próprio mercado de capitais.

O IBGC entende que a proposta é importante para o fortalecimento da tutela privada dos direitos de acionistas, em linha com o panorama apresentado por estudo recente da CVM e da Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Economia, em parceria com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

Conforme indicado no edital, a Minuta propôs a redução dos percentuais de participação exigidos no § 4º do art. 159 e na alínea “a” do § 1º do art. 246 da LSA para a propositura, respectivamente, de ação de responsabilidade em face de administrador ou de sociedade controladora, com o objetivo de fortalecer a proteção dos investidores, ao garantir à minoria acionária instrumentos eficazes para a proteção do interesse social.

Essa iniciativa resultou das discussões ocorridas no âmbito do Grupo de Trabalho instituído pela Portaria Conjunta MF/CVM nº 92, de 21 de março de 2018, que propôs medidas para o aperfeiçoamento dos mecanismos de proteção a investidores e acionistas minoritários.

É importante registrar que as propostas do Grupo de Trabalho abordam outros obstáculos mencionados pelos participantes para o ajuizamento de demandas, como o desequilíbrio entre os ônus individuais a serem suportados pelo acionista em caso de insucesso e os benefícios coletivos em caso de êxito. Isso porque a CVM reconhece que esses outros obstáculos existem e, portanto,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

concorda que a redução dos percentuais de participação ora em discussão não representa uma resposta completa e exaustiva aos empecilhos para o desenvolvimento de mecanismos de **enforcement** privado no mercado de capitais.

No entanto, a redução desses percentuais pode ser uma ferramenta complementar às outras iniciativas em desenvolvimento. Não há evidências de que o efeito combinado desses esforços em múltiplas frentes venha a resultar em estímulo a iniciativas oportunistas e contrárias ao interesse social, dado que atualmente ações judiciais movidas por acionistas são pouco comuns.

Nesse sentido, o próprio estudo feito pela ASA, referido por alguns participantes da Audiência Pública, aponta, com base em entrevistas e dados levantados, que o “o ativismo minoritário, de qualquer tipo, ainda é muito baixo no Brasil” e nada indica “um mercado exposto, hoje, aos riscos levantados classificados como potencialmente preocupantes [referência a estratégias de curto prazo de investidores que usam sua posição acionária para perseguir ganhos individuais em prejuízo companhia]”. Uma visão ponderada do estudo precisa considerar esses fatores em conjunto com as conclusões citadas nas manifestações recebidas na Audiência Pública.

Como apontado no estudo, não há pesquisas que indiquem os percentuais mais adequados conforme a dinâmica de cada mercado. Nesse sentido, o que se observa no âmbito internacional é o teste da fronteira ótima de equilíbrio. De fato, alguns trabalhos⁴, também citam os critérios de participação mais flexíveis como um receio comum entre os participantes mais avessos a uma regulação pró-ativista, muito embora não se tenha encontrado quaisquer evidências empíricas que corroborassem com o argumento.

Ainda sobre o estudo, é importante considerar que ele teve por objeto, genericamente, os percentuais de participação necessários para exercício das prerrogativas referidas no art. 291 da LSA, sem se ater especificamente às dificuldades enfrentadas para adoção de medidas judiciais, que vem sendo combatidas pela CVM em várias frentes, como destacado acima.

Outros levantamentos, com esse foco nos mecanismos de **enforcement** privado, corroboram a redução dos percentuais exigidos no § 4º do art. 159 e na alínea “a” do § 1º do art.

⁴ Por exemplo, GONG, B. Understanding and Augmenting Institutional Shareholder Activism: A Comparative Study of the UK and China. [s.l.] Durham University, 2011



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

246 da LSA. Nesse sentido, destaca-se, por exemplo, o estudo “Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro (Relatório Preliminar)”,⁵ que embasa as recomendações do Grupo de Trabalho acima referido.

Deve-se considerar, ademais, que a CVM já reduziu, com base na competência regulamentar prevista no art. 291, os percentuais exigidos em outros dispositivos da LSA para o exercício de determinados direitos pela minoria acionária, tal como no caso da requisição da adoção do mecanismo de voto múltiplo, sem que se tenha verificado, desde a edição da Instrução CVM 164, em 1991, a utilização desse mecanismo para fins contrários ao interesse da companhia.

Por esses motivos, a CVM optou por reduzir os percentuais de participação exigidos no § 4º do art. 159 e na alínea “a” do § 1º do art. 246 da LSA.

No que se refere à redução do percentual previsto na alínea “a” do § 1º do art. 246 da LSA, Cescon Barrieu salienta que, para a propositura de ação de responsabilidade civil em face de sociedade controladora, não é necessária prévia deliberação pela assembleia geral e que qualquer acionista pode propor a ação – desde que preste caução, na forma da alínea “b” do § 1º do art. 246 da LSA – e que o autor recebe contrapartida pecuniária caso a ação seja julgada procedente.

O participante entende que em função disso, no caso da alínea “a” do § 1º do art. 246 da LSA, a redução proposta não seria eficiente, uma vez que a lei já permite a propositura da ação por qualquer acionista e estipula um benefício pecuniário ao acionista que propôs a ação, em caso de sucesso, a fim de tornar o uso deste tipo de ação economicamente viável.

Cescon Barrieu entende que a redução do percentual previsto na alínea “a” do § 1º do artigo 246 da LSA poderia facilitar a atuação oportunista de investidores, que não mais precisariam prestar a caução prevista em lei, cujo objetivo é exatamente evitar, ou ao menos mitigar, a atuação de eventuais oportunistas.

Na visão do participante, a redução, sem a contrapartida da exigência de propriedade por

⁵http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/relatorio_preliminar_fortalecimento_dos_meios_de_tutela_reparatoria_dos_direitos_dos_acionistas_no_mercado_de_capitais_brasileiro.pdf



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

período mínimo das ações, permitiria a investidores oportunistas ajuizar **strike suits** com o intuito de obter vantagens particulares, em prejuízo das companhias e seus acionistas. Além desse risco, Cescon Barrieu acredita que, também nesse caso, não haveria vantagens decorrentes da redução, uma vez que a tendência é que a medida siga restrita a investidores que já dispõem de meios para buscar uma ação coordenada com demais investidores em casos de efetivo comportamento abusivo por parte dos controladores.

Em função disso, manifesta-se favorável à manutenção do percentual previsto na alínea “a” do § 1º do artigo 246 da LSA e sugere, alternativamente, caso a CVM entenda pela redução, a aplicação do mesmo mecanismo de exigência temporal para a titularidade das ações proposto para a ação de responsabilidade civil em face dos administradores, sendo exigida a titularidade por um ano das ações.

Embora a LSA permita a propositura de ação de responsabilidade civil em face de sociedade controladora por qualquer acionista que preste caução pelas custas e honorários do processo, a exigência de caução pode, ainda assim, restringir de modo excessivo a adoção de medidas visando a proteção dos interesses sociais.

Precisamente por esse motivo, o legislador delegou competência à CVM, no art. 291 da LSA, para a redução do percentual previsto na alínea “a” do § 1º do art. 246 da mesma Lei. Ao decidir a respeito dessa redução, a CVM deve sopesar a viabilidade de ações judiciais de interesse social com o risco de estímulo a demandas frívolas.

Conforme comentado anteriormente, não há evidências para assumir que, nas circunstâncias atuais, a flexibilização dos percentuais de participação vá acarretar um aumento expressivo de medidas judiciais oportunistas em face de acionistas controladores. Assim, a sugestão de manter inalterados os percentuais legais não foi acatada.

Além da exigência de um tempo mínimo de titularidade das participações, ABJ e ABRASCA também entendem que seria prudente que a alteração regulatória fosse feita em caráter temporário e experimental, dado que há sérias controvérsias no mercado, na academia e no governo a respeito da sua eficácia, e os estudos empíricos realizados até o presente são insuficientes para a tomada de uma decisão definitiva.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ABJ e ABRASCA sugerem que a experimentação regulatória tenha as seguintes características: (a) duração de dois anos, prorrogáveis por mais dois anos; (b) criação de um grupo de acompanhamento multilateral, responsável pela coleta periódica e análise de dados em todo território nacional sobre o perfil das companhias, dos acionistas e dos direitos exercidos (incluindo ações judiciais, procedimentos arbitrais, exercício de direitos políticos em ambiente de assembleia e outros); e (c) avaliação comparativa dos custos e benefícios auferidos pelos exercícios dos direitos.

Conforme já comentado, a regulamentação proposta resultou das discussões ocorridas no âmbito do Grupo de Trabalho instituído pela Portaria Conjunta MF/CVM nº 92, de 2018, que propôs medidas para o aperfeiçoamento dos mecanismos de proteção a investidores e acionistas minoritários.

Deve-se ter em conta ainda que a CVM já reduziu, com base na competência regulamentar prevista no art. 291, os percentuais exigidos em outros dispositivos da LSA para o exercício de determinados direitos pela minoria acionária, tal como no caso da requisição da adoção do mecanismo de voto múltiplo, sem que se tenha verificado a utilização desse mecanismo para fins contrários ao interesse da companhia.

Em função disso, a sugestão de adotar a norma em caráter temporário e experimental não foi acatada. Contudo, a revisão periódica de sua regulamentação em função de efeitos observados é uma prática a que a CVM busca manter-se aderente e, nesse sentido, o tema poderá ser revisitado no futuro, não apenas no que tange aos percentuais ora definidos, mas todo o conjunto de medidas relacionadas a demandas judiciais de defesa de interesses da companhia e dos seus acionistas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

2.2. Art. 1º da Minuta

Stocche Forbes sugere ajuste na redação do art. 1º da Minuta. O participante afirma, com base no Manual de Redação da Presidência da República, que não se deve confundir a indicação do âmbito de aplicação do ato normativo com a mera especificação do tema central da lei, já constante da ementa. O participante entende que especificar o âmbito de aplicação significa indicar relações jurídicas para as quais a norma se destina e também compreende que a menção aos poderes normativos que fundamentam o ato deve estar no preâmbulo, e não no artigo inicial da instrução.

O comentário foi considerado procedente e foram feitos ajustes de redação na versão final da norma em linha com os comentários do participante.

2.3. Faixas de participação no capital social

Demori Claudino entende que, não obstante os avanços propostos na Minuta, as faixas propostas colocam em igual patamar companhias de tamanhos bem diversos, incluindo na mesma faixa companhias com diferença de até 10 vezes no valor do capital social, sendo que mais da metade das companhias (55,92%) estariam enquadradas em apenas duas faixas do escalonamento sugerido.

O participante sugere que a Minuta seja alterada para prever: (a) mais faixas de intervalo do capital social entre 0 a 1 bilhão e acima de 10 bilhões; e (b) atualização dos valores do capital social conforme IPCA ou outro índice de inflação para constante atualização.

Demori Claudino afirma que a previsão de correção monetária da tabela também daria resposta às ressalvas feitas no estudo da ASA de que: (a) a fixação de faixas de capital social tende a ter prazo de validade, criando regras que podem ficar defasadas em relação à estrutura do mercado; e (b) a revisão periódica sem a definição de uma metodologia consistente e replicável acarretaria custos adicionais à CVM e aos regulados.

Stocche Forbes, por sua vez, indica que, caso a CVM decida pela conveniência e oportunidade de redução dos percentuais previstos no § 4º do art. 159 e na alínea “a” do § 1º do art. 246 da Lei nº 6.404/76, concorda com a escala e percentuais propostos na Minuta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

A escala reflete a intenção de diferenciar as companhias por porte econômico, considerando que um acionista, individualmente, terá mais facilidade em reunir maior participação percentual em determinada companhia quanto menor venha a ser tal companhia. Embora o montante do capital social, enquanto forma de inferir o porte econômico da companhia, esteja sujeito a diversas críticas, a CVM está adstrita a esse critério por força de determinação legal.

A CVM não identificou que patamares diversos para demarcação das várias faixas de escalonamento levassem a resultados práticos mais satisfatórios. Por isso, e considerando ainda que na audiência pública foram recebidas apenas duas manifestações e em sentidos diversos, a CVM optou por manter a escala que havia sido indicada na Minuta.

No que diz respeito à atualização, embora expresso em unidades monetárias, o capital social é afetado principalmente por deliberações societárias específicas, muitas vezes dissociadas da passagem do tempo e seus reflexos sobre o valor da moeda. A CVM acredita que a atualização poderia provocar artificialismos e complexidades que seriam evitadas por meio da revisão periódica das faixas de valores.

Portanto, as sugestões não foram acatadas.

3. Extensão da regra a outros percentuais previstos no art. 291 da LSA

O edital solicitou manifestação dos participantes da audiência pública sobre a conveniência de se estender a nova regra proposta a outros percentuais alcançados no art. 291 da LSA, qual sejam, os previstos no: (a) art. 105 (exibição por inteiro dos livros da companhia); (b) art. 123, parágrafo único, “c” (convocação de assembleia geral); (c) art. 157, § 1º (requisição de informações ao administrador); (d) art. 163, § 6º (requisição de informações ao conselho fiscal); e (e) art. 277 (conselho fiscal das filiadas).

Sobre o assunto, AMEC e Demori Claudino se manifestaram favoráveis à extensão do escalonamento proposto a todos os dispositivos do art. 291 da LSA. Os participantes apontaram que essa extensão seria especialmente importante no que diz respeito ao § 1º do art. 157 e à alínea “c” do parágrafo único do art. 123, dado o escalonamento proposto para o exercício do direito previsto no art. 159. Segundo Demori Claudino, não adiantaria reduzir o percentual para a propositura de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ação de responsabilidade se os acionistas não reunirem condições para obter informações e para convocar uma assembleia em que tal matéria seja colocada em deliberação.

Cescon Barrieu também se manifestou favorável à redução de outros percentuais alcançados pelo art. 291, de forma a ampliar o acesso à informação dos acionistas, permitindo-lhes um mais amplo exercício do seu direito essencial de fiscalizar os negócios sociais. Para o participante, ao contrário do que pode ocorrer com relação às ações de responsabilidade previstas no § 4º do artigo 159 e na alínea “a” do § 1º do artigo 246 da Lei das S.A., um eventual exercício indevido ou abusivo dos demais dispositivos indicados no art. 291 não teria um potencial de dano significativo à companhia, administradores ou demais acionistas.

IBGC se manifestou favorável à redução das porcentagens mínimas requeridas nos demais dispositivos previstos no art. 291 da LSA citados no Edital. No entanto, manifestou ter dúvida se seria adequado aplicar a esses dispositivos a mesma escala proposta na Minuta, principalmente quanto ao art. 161, § 2º, que prevê participações distintas para acionistas ordinaristas e preferencialistas. Para o participante, uma alteração nesse sentido deveria ser objeto de uma avaliação mais profunda quanto aos riscos e impactos.

IBRI afirmou que os dispositivos da LSA citados no Edital também deveriam ser regulados pela mesma medida da Minuta ou por medidas similares, dado que isso tornaria a regulamentação mais simplificada e unificada, facilitando seu entendimento e aplicação.

Renato Chaves entende que os percentuais sugeridos na Minuta são apropriados para aplicação nos arts. 105, 123, parágrafo único, alínea “c”, e 157, § 1º, da LSA. Porém, com relação à aplicação de novos percentuais mínimos para fins do § 6º do art. 163 e § 2º do art. 161 da LSA, indicou que a CVM poderia ser mais ousada, instituindo percentuais ainda mais reduzidos, especialmente para fins de instalação de conselhos fiscais. Assim, sugeriu que, para fins do § 6º do art. 163 e do § 2º do art. 161 da LSA, os percentuais previstos na escala proposta na Minuta fossem reduzidos à metade.

Stocche Forbes foi favorável à extensão da regra proposta ao percentual exigido no art. 105 da LSA, dado que: (a) o pedido de exibição de livros de que trata esse artigo pode se constituir em medida preventiva ou preparatória de ação de responsabilidade contra administrador ou contra



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

sociedade controladora; e (b) para a ordenação judicial da exibição dos livros os acionistas necessitam apontar atos violadores da lei ou do estatuto social ou fundada suspeita de graves irregularidades praticadas pelos órgãos da companhia.

Por outro lado, o participante foi contrário à redução dos percentuais previstos no art. 123, parágrafo único, “c”, no art. 157, § 1º, e no art. 163, § 6º, da LSA.

Quanto ao art. 123, parágrafo único, “c”, o participante argumenta que a LSA restringe a convocação da assembleia geral para evitar a realização de conclaves desnecessários, inúteis ou até contrários ao interesse social. Assim, ressalta que as despesas com a convocação da assembleia geral são de responsabilidade da companhia e, portanto, tais reuniões devem ser convocadas apenas quando forem estritamente necessárias e úteis.

Ademais, a regulamentação do voto a distância já possibilita aos acionistas titulares de determinadas participações incluírem matérias na ordem do dia das assembleias gerais. Para Stocche Forbes, a regulamentação do voto a distância é bastante equilibrada, pois fixa percentuais relativamente baixos para a inclusão de propostas de acionistas na pauta das reuniões de assembleias já programadas, sem criação de custos para as companhias.

No que se refere ao art. 157, § 1º, da LSA, Stocche Forbes argumenta que boa parte das informações previstas no referido dispositivo já são amplamente divulgadas ao mercado em geral em atendimento às Instruções CVM 358, 480 e 481, ainda que alguns dados sejam divulgados de forma consolidada ou agrupada, sem aberturas detalhadas, essas informações são consideradas suficientes para exercício do direito de voto dos acionistas nas principais situações.

Além disso, o participante alega que algumas informações previstas no art. 157, § 1º, da LSA podem afetar a intimidade e o sigilo bancário dos administradores, razão pela qual, apesar de tais direitos individuais não serem absolutos, é preciso adotar cautela antes de se reduzir percentuais e facilitar o acesso de acionistas a tais informações. Considerando também que não há direta relação dessas informações com a ação de responsabilidade, entende não ser prudente, neste momento, reduzir o percentual indicado no art. 157, § 1º, da LSA nos moldes propostos na Minuta.

Quanto ao percentual previsto no art. 163, § 6º, que trata da requisição de informações ao



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

conselho fiscal, Stocche Forbes alegou que a redução do percentual geraria muito mais trabalho para o conselho fiscal, o que poderia ser improdutivo para seu bom funcionamento. Além disso, abrir-se-ia margem para solicitações de informações confidenciais e sigilosas cuja eventual negativa poderia desaguar em discussões perante a CVM, aumentando o acervo de processos.

As manifestações favoráveis à extensão do escalonamento proposto na Minuta aos percentuais previstos nos artigos 105, 123, parágrafo único, “c”, 157, § 1º e 163, § 6º, da LSA foram acatadas, dado que os direitos previstos nesses dispositivos quanto à requisição de informações e convocação de assembleia têm estreita relação com as ações de responsabilidade previstas no § 4º do art. 159 e na alínea “a” do § 1º do art. 246 da LSA, sendo etapas preparatórias ou até mesmo formalmente necessárias, como no caso da convocação de assembleia em relação ao § 4º do art. 159, para a propositura dessas ações.

Deve-se também considerar que a previsão de voto a distância não é mandatória para todas as companhias, nos termos da Instrução CVM 481, e que, de qualquer modo, a defesa da companhia pode exigir a realização de assembleia não programada pela administração, razão pela qual os argumentos contra a extensão da escala proposta à alínea “c” do parágrafo único do art. 123 não foram acatados.

Também não foram acatados os argumentos contra a extensão da escala proposta ao percentual previsto no § 1º do art. 157, dado que as informações divulgadas nos termos das Instruções CVM 358, 480 e 481 são consolidadas e podem apresentar um grau de consolidação que dificulte a defesa da companhia.

Em relação ao art. 163, § 6º, uma vez que o dispositivo trata de questionamentos dirigidos ao conselho fiscal sobre matérias já inseridas em sua competência ordinária, a CVM não enxerga que facilitar a formulação de tais questionamentos pelos acionistas traga risco substancial de desvio do órgão fiscalizador para além das atividades que deve desempenhar.

Quanto ao receio de um eventual excesso de demandas dirigidas ao órgão, é inicialmente oportuno registrar que o conselho fiscal deve ser provido pela companhia do apoio administrativo necessário às suas atividades. Assim, não se espera que a recepção, processamento e resposta de solicitações de acionistas comprometam o desempenho das atividades-fim do órgão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

De todo modo, ciente de que esse apoio administrativo representa um custo para as companhias, a CVM optou por não acolher a sugestão de reduzir os percentuais propostos na Minuta à metade.

Aplicam-se às manifestações sobre a extensão da escala proposta ao disposto no § 2º do art. 161 e no art. 277 da LSA a resposta feita aos comentários resumidos no próximo item deste Relatório.

4. Utilização dos percentuais propostos para revisão das Instruções CVM 165 e 324

O edital também solicitou manifestação dos participantes da audiência pública sobre a conveniência de se rever as escalas fixadas na Instrução CVM 165, de 1991, e na Instrução CVM 324, de 2000, quanto aos percentuais previstos, respectivamente, no **caput** do art. 141 (requerimento da adoção do processo de voto múltiplo) e no § 2º do art. 161 da LSA (instalação do conselho fiscal).

Quanto ao ponto, AMEC se manifestou no sentido de que a alteração da Instrução CVM 324 não seria oportuna por essa apresentar percentuais mais flexíveis que os propostos na Minuta. Contudo, o participante apontou que a revisão da Instrução CVM 165 com a aplicação dos percentuais propostos seria conveniente.

Cescon Barrieu entendeu que a revisão das escalas de valor do capital social por percentual de participação acionária fixadas na Instrução CVM 165 é oportuna, tendo em vista o longo tempo decorrido desde a sua última atualização, realizada em 1998, e que, ao contrário do que pode ocorrer com relação às medidas previstas no § 4º do artigo 159 e na alínea “a” do § 1º do artigo 246 da LSA, um eventual exercício indevido ou abusivo dos direitos indicados nos artigos acima não teria um potencial de dano significativo à companhia, administradores ou demais acionistas.

Embora não seja contrário à redução das escalas fixadas pela Instrução CVM 324, relativas ao exercício do direito previsto no artigo 161, §1º, da LSA, Cescon Barrieu manifestou entendimento de que uma eventual revisão das escalas existentes deveria levar em consideração a possibilidade de tornar ainda mais recorrentes os casos em que há pedido de instalação de conselho



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

fiscal, em especial por meio dos votos exercidos a distância, sem que haja indicação de candidatos para ocuparem os cargos.

IBRI se manifestou no sentido de que as instruções 165 e 324 devem ser revistas procurando estabelecer um maior alinhamento e unificação dos percentuais estabelecidos pela CVM. O Instituto sugeriu que os percentuais e faixas de capital social constantes dos Anexos 21-L-I e 21-L-II da Instrução CVM 481, de 2009, poderiam ser usados como referência na revisão.

Quanto à alteração da Instrução CVM 165, Stocche Forbes ressaltou que, como apontado no estudo da ASA, a fixação desses percentuais em função da cifra do capital social, na realidade atual, não tem relação direta com a liquidez e a dispersão das ações das companhias. Desse modo, devido ao viés deste tipo de técnica normativa e o longo período sem atualização dos valores previstos na Instrução CVM 165, o participante é favorável a que as faixas de capital social previstas nessa norma sejam alteradas e passem a adotar os mesmos intervalos de capital social propostos na Minuta, mas com manutenção dos percentuais atualmente existentes na Instrução CVM 165.

Stocche Forbes também se mostrou favorável a que as faixas de capital social previstas na Instrução CVM 324 sejam alteradas com a adoção dos mesmos intervalos de capital social propostos na Minuta, mas sem alteração dos percentuais atualmente previstos na norma.

A CVM agradece os comentários e informa que pretende analisar a conveniência de revisão das Instruções CVM 165 e 324 em processo normativo à parte.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

5. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de Instrução, incorporando as sugestões acatadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 22 de junho de 2020.

(Original assinado por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado