

São Paulo, 17 de fevereiro de 2022

À

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 09/21

Prezados Senhores,

Cumprimentamos essa Comissão pela iniciativa de, por meio do Edital de Audiência Pública SDM nº 09/2021, de 21 de dezembro de 2021 (“Edital”), propor ajustes nas normas existentes para regulamentar e conferir aplicabilidade prática às disposições legais recentemente introduzidas pela Lei nº 14.195/2021.

Gostaríamos, primeiramente, de manifestar nossa concordância com a proposta da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) de exercer a faculdade que lhe foi conferida pelo §4º do art. 138 da Lei nº 6.404/1976 (“Lei das Sociedades por Ações”) para excepcionar as companhias de menor porte da vedação prevista no novo §3º do referido comando legal¹⁻².

¹ Art. 138. (...)

§ 3º É vedada, nas companhias abertas, a acumulação do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor-presidente ou de principal executivo da companhia.

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá editar ato normativo que excepcione as companhias de menor porte previstas no art. 294-B desta Lei da vedação de que trata o § 3º deste artigo.

² Com relação a esse ponto, entendemos que, idealmente, o legislador deveria ter conferido à CVM competência mais ampla para definir em quais companhias abertas seria vedada a acumulação do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor-presidente ou de principal executivo da companhia. Nessa hipótese, a CVM poderia, por exemplo, excepcionar a aplicação do §3º do art. 138 para emissores registrados na Categoria B ou mesmo para emissores registrados na Categoria A, mas que não possuem ações admitidas à negociação em mercado regulamentado nem ações em circulação.



Consideramos também acertada a proposta de utilizar, na minuta submetida à audiência (“Minuta”), as regras referentes à definição e eleição de membros independentes para o Conselho de Administração que constam do Regulamento do Novo Mercado da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”).

No intuito de contribuir com o processo normativo dessa CVM, gostaríamos de fazer sugestões de ajustes em três pontos tratados na Minuta:

- (i) Em primeiro lugar, uma reflexão sobre o percentual mínimo de conselheiros independentes a ser exigido pela regulamentação da CVM;
- (ii) Em segundo lugar, no critério de relevância a ser utilizado para fins do art. 110-A, § 12, II, da Lei das Sociedades por Ações – ou seja, para determinar quais transações com partes relacionadas que, se submetidas à assembleia geral, deverão ser deliberadas sem a adoção do voto plural; e
- (iii) Por fim, na divisão das novas normas propostas na Minuta entre ajustes às Instruções CVM nº 367/2002 e 480/2009 (ou às resoluções que vierem a ser editadas em seus lugares).

Nos próximos parágrafos desenvolvemos melhor cada um desses pontos.

Percentual mínimo de conselheiros independentes nos conselhos de administração das companhias abertas

Nos termos do § 1º do artigo 4º-B da Instrução CVM nº 367/2002 proposto na Minuta, “o número de conselheiros independentes no conselho de administração deve corresponder a 2 (dois) ou a 20% (vinte por cento) do número total de conselheiros, o que for maior.”

Embora a CVM tenha pretendido estabelecer na referida regra uma quantidade mínima de membros independentes³, a redação atual parece indicar que essa quantidade deve corresponder exatamente àquela indicada na norma. Para corrigir esse ponto, a norma deveria prever que “o número de conselheiros independentes no conselho de administração deve

³ Nos termos do Edital: “Assim, o § 1º do art. 4º-B, a ser introduzido na Instrução CVM 367, determina a necessidade de ao menos 2 (dois) conselheiros independentes, ou 20% (vinte por cento) do total de conselheiros, o que for maior.”



corresponder a, no mínimo, 2 (dois) ou a 20% (vinte por cento) do número total de conselheiros, o que for maior.”

Nosso ponto, em verdade, vai além desta correção pontual e avança para o percentual mínimo proposto na Minuta. Trata-se, é importante ressaltar, do mesmo percentual já previsto no Regulamento do Novo Mercado⁴. Embora uma parte cada vez mais expressiva das companhias abertas brasileiras esteja listada no referido segmento, não nos parece correto que o percentual mínimo a ser imposto pela CVM, ao regulamentar um dispositivo legal, corresponda ao previsto no regulamento do segmento de listagem da B3 com normas mais exigentes de governança corporativa.

Em nossa avaliação, a participação de membros independentes nos conselhos de administração é uma boa prática, que deve ser estimulada. Por outro lado, não se pode ignorar que, na dinâmica hoje existente em nosso mercado, em muitos casos a contratação de conselheiros independentes resultará na imposição de novos custos para as companhias abertas. Em outras palavras, nosso comentário não decorre de qualquer crítica aos conselheiros independentes, mas de uma preocupação com os custos associados à abertura de capital no Brasil.

Nos termos do §2º do artigo 140 da Lei das Sociedades por Ações, “na composição do conselho de administração das companhias abertas, é obrigatória a participação de conselheiros independentes, *nos termos e nos prazos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários*” (destaques nossos). Em nossa leitura, o dispositivo permite que a CVM, no normativo editado para regulamentar a matéria, diferencie companhias abertas em razão de certos critérios ou mesmo defina que apenas parte das companhias abertas está obrigada a ter membros independentes no conselho de administração.

Diante desse quadro, sugerimos, em primeiro lugar, que a exigência de participação mínima de conselheiros independentes seja dirigida exclusivamente a companhias abertas registradas na categoria A, autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores e com ações em circulação. A nosso ver, apenas esse subconjunto de companhias – que efetivamente possui minoritários de mercado – deve ser obrigado por uma norma da CVM a ter conselheiros independentes.

⁴ Regulamento do Novo Mercado, Art. 15. A companhia deve prever, em seu estatuto social, que seu conselho de administração seja composto por, no mínimo, 2 (dois) conselheiros independentes – ou 20% (vinte por cento), o que for maior.



Entendemos ainda que, mesmo para esse subconjunto de companhias abertas, a exigência normativa deve ser inferior àquela que consta do regulamento do Novo Mercado. Afinal de contas, trata-se de um grupo de companhias que optou por não aderir ao segmento diferenciado de listagem. A nossa sugestão é que a regra da CVM obrigue as companhias abertas com ações em circulação e negociadas em mercados regulamentados a terem, no mínimo, 15% (quinze por cento) de conselheiros independentes no conselho de administração.

“Art. 4º-B. É obrigatória a participação de conselheiros independentes no conselho de administração das companhias abertas registradas na categoria A e autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores.

§ 1º O número de conselheiros independentes no conselho de administração das companhias referidas no caput deve corresponder a, no mínimo, a 15% (quinze por cento) ~~2 (dois)~~ ou a 20% (vinte por cento) do número total de conselheiros, salvo se percentual maior for exigido por segmento especial de negociação de valores mobiliários instituído por entidade administradora de mercado regulamento ou por lei especial.

§ 2º Quando, em decorrência do cálculo do percentual referido no § 1º, o resultado gerar um número fracionário, a companhia deve proceder ao arredondamento para o número inteiro imediatamente superior.”

Ressaltamos que uma parte substancial das companhias abertas brasileiras estará sujeita a regras mais rigorosas. Além das companhias do Novo Mercado, é o caso, também, das companhias listadas no Nível 2, obrigadas a ter, em seus conselhos, no mínimo, 20% (vinte por cento) de membros independentes⁵. Do mesmo modo, o conselho de administração das sociedades sujeitas à Lei nº 13.303/2016 (Lei das Estatais) deve ser composto,

⁵ Existem diferenças entre as regras do Novo Mercado e do Nível 2, especialmente no tocante à definição de cargos a serem preenchidos por membros independentes quando o percentual mínimo de 20% corresponde a um número fracionário. No caso do Nível 2, o regulamento diz que deve se proceder ao arredondamento para o número inteiro (i) imediatamente superior, quando a fração for igual ou superior a 0,5 (cinco décimos); ou (ii) imediatamente inferior, quando a fração for inferior a 0,5 (cinco décimos) – ao passo em que o regulamento do Novo Mercado, diferentemente, impõe sempre arredondamento ao número inteiro imediatamente superior.

Considerando a regra de arredondamento de frações do Regulamento do Nível 2 e que o conselho de administração das companhias listadas neste segmento deve ser composto por, no mínimo, 5 (cinco) membros, é possível haver um único membro independente nos cenários em que o conselho for composto por 5 a 7 membros – ao passo em que o regulamento do Novo Mercado não exige quantidade mínima de membros do conselho (e, portanto, aplica-se o mínimo de 3 membros previsto no art. 140 da Lei das Sociedades por Ações), porém, em nenhum cenário haverá menos de 2 membros independentes.



no mínimo, por 25% (vinte e cinco por cento) de membros independentes ou por pelo menos 1 (um), caso haja decisão pelo exercício da faculdade do voto múltiplo pelos acionistas minoritários (art. 22).

Critério de relevância das transações entre partes relacionadas (para fins de não aplicação do voto plural)

A Minuta propõe utilizar o critério de relevância hoje empregado no Anexo 30-XXXIII da Instrução CVM nº 480/2006 para fins do §12, II, do art. 110-A da Lei das Sociedades por Ações – ou seja, para determinar quais transações com partes relacionadas que, se submetidas à assembleia geral, deverão ser deliberadas sem a adoção do voto plural.

Como se sabe, a reforma de 2021 trouxe para o rol de matérias de competência privativa da assembleia geral a celebração de transações com partes relacionadas relevantes (art. 122, X). Nos termos da Medida Provisória nº 1.040/2021, deveriam ser submetidas à assembleia transações com partes relacionadas que atendessem aos critérios de relevância a serem definidos pela CVM. A Lei nº 14.195/2021 retirou da CVM essa competência para estabelecer o referido critério de relevância, determinando a competência privativa da assembleia geral para deliberar sobre a celebração de transações com partes relacionadas quando “o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado”.

Em nossa avaliação, o poder conferido à CVM pelo art. 110-A, §12, II, da Lei das Sociedades por Ações, deve ser exercido considerando o critério de relevância adotado no inciso X do art. 122.

Caso a CVM tivesse mantido competência para definir quando uma transação com parte relacionadas deve, necessariamente, ser submetida à assembleia geral, ela poderia optar, ao regulamentar o art. 110-A, §12, II, da Lei das Sociedades por Ações, por determinar que o voto plural não poderia ser utilizado sempre que a aprovação da transação com partes relacionadas consistisse em matéria de competência privativa da assembleia geral. Bastaria, nesse caso, adotar o mesmo critério de relevância para fins dos dispositivos. Não foi essa, contudo, a decisão final do legislador de 2021.

Sem dúvida, a redação em vigor da Lei das Sociedades por Ações não determina que o critério de relevância a ser adotado para fins do art. 110-A, §12, II, da Lei das Sociedades



por Ações seja igual ou superior ao critério previsto no art. 122, X. Sob o ponto de vista estritamente legal, a CVM pode, em sua norma, adotar um critério de relevância substancialmente mais baixo do que aquele utilizado no referido dispositivo legal. Ocorre, contudo, que a proposta pode acabar tendo efeitos indesejados. Explico.

Nos termos da Lei das Sociedades por Ações em vigor, a celebração de uma transação com partes relacionadas somente precisa ser submetida à assembleia geral caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado. A administração pode, voluntariamente, optar por submeter à assembleia geral operações que não atinjam o critério de relevância legal – por exemplo, com o objetivo de demonstrar que a operação foi comutativa, inclusive, em uma perspectiva procedimental, o que pode ter (e deveria ter) impacto em uma eventual avaliação externa da operação (por exemplo, pela própria CVM)⁶.

Se essa é, de fato, uma boa prática de governança, é importante perceber que a adoção de um critério baixo de relevância para fins do art. 110-A, §12, II, da Lei das Sociedades por Ações pode acabar por desestimular a submissão voluntária de transações com partes relacionadas à assembleia geral.

Para que não haja dúvida: a CVM pode – e deve – estimular a adoção de soluções organizacionais, como a aprovação, em assembleia, pelos acionistas desinteressados ou a constituição de comitês independentes para negociar os termos da operação (ou, ainda, a

⁶ Como ressaltei no voto que proferi por ocasião do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003190/2019-64, em 26.05.2020: “O direito societário reconhece a importância das soluções organizacionais para lidar com os chamados conflitos de agência. Com efeito, as mesmas razões que justificam um regime mais intrusivo nas operações envolvendo os interesses próprios do acionista controlador (e, de um modo geral, em outras situações de potencial conflito de interesses) também autorizam a atribuir consequências jurídicas a medidas aptas a blindar a companhia da interferência desses sujeitos interessados.

Não se trata, exclusivamente, de prestigiar uma solução razoável ou desejável; antes de tudo, é lógico e coerente com o sistema assumir que processos conduzidos com verdadeira independência resultarão em operações equitativas. Afinal, se a lógica para a instituição de regimes mais intrusivos é a de que a existência de interesses extrassociais impõe um risco maior de abuso, a exclusão daquele elemento que ameaçava a consecução do interesse social parece restabelecer a normalidade.

É o que ocorre naqueles casos em que soluções organizacionais afastam ou reduzem aqueles elementos que colocavam em risco a adequação da decisão. Afinal, mesmo que para os casos de operações envolvendo controladores a lei acionária imponha uma verdadeira obrigação de resultado (ao exigir que elas sejam equitativas), ao se afastar esse risco adicional, a equitatividade pode, a princípio, ser provada a partir do que tende a ocorrer na generalidade dos casos. Justifica-se, portanto, prestigiar os meios adotados para alcançar o resultado, reconhecendo que, salvo em condições bastante específicas, procedimentos hígidos geram a presunção de que a operação foi celebrada em condições equitativas.”



combinação desses dois mecanismos). Acreditamos, no entanto, que melhor do que tentar impor uma solução drástica (negar eficácia ao voto plural previsto no estatuto) a transações que, nos termos da lei, não precisam ser submetidas à assembleia geral, a CVM deve continuar adotando estratégias mais sofisticadas para incentivar o uso de soluções organizacionais. É o caso, por exemplo, do reconhecimento pela autarquia de que os processos de negociação e aprovação de transações tidas como potencialmente arriscadas, pelo risco de haver a prevalência de interesses pessoais em detrimento do interesse social, serão considerados na definição do padrão de revisão a ser usado e podem gerar a presunção de que a operação foi celebrada em condições equitativas.

Sugerimos, portanto, que a CVM adote, ao regulamentar o art. 110-A, §12, II, da Lei das Sociedades por Ações, o critério de relevância utilizado no inciso X do art. 122 daquele mesmo diploma legal.

Assim, propomos que o novo artigo 41-A da Instrução CVM nº 480/2009 tenha a seguinte redação:

Seção IV – Voto Plural

Art. 41-A. O voto plural não se aplica a votações da assembleia geral de acionistas que deliberem sobre transações com partes relacionadas cujo valor corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado. ~~que devam ser divulgadas nos termos do Anexo 30- XXXIII.~~” (NR)

As normas a serem modificadas na regulamentação das alterações à Lei das Sociedades por Ações, introduzidas pela Lei nº 14.195/2021

Nosso último comentário se refere às normas que devem ser modificadas na regulamentação das alterações à Lei das Sociedades por Ações, introduzidas pela Lei nº 14.195/2021. Com relação a esse ponto, é importante salientar que a CVM realiza, ao longo dos últimos anos, um importante trabalho de consolidação das normas, em cumprimento ao disposto no Decreto nº 10.139/2019.

Em nossa avaliação, nenhum dos dispositivos propostos na Minuta deveria ser incluído na Instrução CVM nº 367/2002 (ou na Resolução que vier a ser editada em seu lugar). A referida instrução tem escopo bastante específico – dispõe sobre a declaração da pessoa eleita membro do conselho de administração de companhia aberta, de que trata o § 4º do



art. 147 da Lei das Sociedades por Ações. Embora tratem da administração de companhia aberta, os dispositivos legais que a CVM propôs regulamentar na Audiência Pública em comento não se referem ao art. 147, nem tratam da declaração prevista naquele dispositivo.

De fato, considerando o processo de consolidação em curso e o teor bastante específico da atual Instrução CVM nº 367/2002, parece-nos que a referida instrução deveria ser eliminada, com os seus dispositivos sendo incorporados em uma regra geral aplicável às companhias abertas. Nesse sentido, os dispositivos da Instrução CVM nº 367/2002 deveriam ser incorporados nas Resoluções que vierem a ser editadas pela CVM em substituição às atuais Instruções CVM nº 480 e 481/2009 (ou em nova resolução, consolidadora das normas aplicáveis às companhias abertas, caso o esforço de consolidação envolva, inclusive, a fusão dessas instruções).

Sendo o que nos cumpria para o momento, colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários, reiterando a relevante oportunidade da discussão ora promovida.

Atenciosamente,

Gustavo Machado Gonzalez