

Rio de Janeiro, 05 de Dezembro de 2019.

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

At. Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Rio de Janeiro – RJ – CEP 20050-901

Via e-mail: audpublicaSDM0719@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 07/19

Prezados Senhores,

Demori Claudino Sociedade de Advogados, por sua sócia Micaela Barros Barcelos Fernandes, vem apresentar sua manifestação em relação à audiência pública objeto do Edital SDM nº 07/19 (“Edital”)¹.

De início, congratulamos a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pela iniciativa, e, buscando contribuir no debate público sobre a matéria, apresentamos alguns comentários e sugestões referentes às medidas para reforço do enforcement privado e aperfeiçoamento dos mecanismos de proteção a investidores e acionistas minoritários.

A minuta de instrução anexa ao Edital (“Minuta”) reduz, em função do capital social, as porcentagens mínimas de participação acionária necessárias à propositura de ação de responsabilidade, no interesse da companhia, contra (i) administradores, prevista no § 4º do art. 159 da Lei 6.404/1976 (“LSA”), e (ii) sociedade controladora prevista no artigo 246, §1º, “a” da LSA, sem prestação de caução, nos termos do artigo 8º, § 3º, I, da Lei

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

6.385/1976, conforme cinco faixas, de acordo com o valor do capital social, tomando como referência levantamento realizado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) da CVM. De acordo com a Minuta, foram previstos os seguintes percentuais de participação:

Intervalo do capital social (R\$)	Percentual mínimo
0 a 100.000.000	5%
100.000.001 a 1.000.000.000	4%
1.000.000.001 a 5.000.000.000	3%
5.000.000.001 a 10.000.000.000	2%
acima de 10.000.000.000	1%

A CVM, além de buscar reunir comentários sobre as faixas propostas, também abriu espaço para comentários acerca da conveniência de estender a nova regra a outros percentuais previstos no art. 291 da LSA, a saber, aqueles previstos no art. 105; na alínea c do parágrafo único do art. 123; no § 1º do art. 157; no § 6º do art. 163; e no art. 277, bem como sobre conveniência de se rever as escalas fixadas nas Instruções CVM 165 e 324.

Observamos que a iniciativa de revisão dos percentuais é bastante coerente com o contexto de outras medidas de que vêm sendo implementadas, não apenas no âmbito societário, mas também nele, de fortalecimento dos espaços de atuação da iniciativa privada².

Com relação especificamente aos percentuais para propositura de ações reparatórias derivativas (no interesse da companhia) pelos acionistas minoritários contra

² São exemplos que evidenciam o fortalecimento da iniciativa privada o Projeto de Lei com medidas de estímulo ao enforcement privado no âmbito do direito da concorrência, e, entre as normas já aprovadas, a Lei 13.874/2019, a chamada Lei da Liberdade Econômica.

administradores e/ou controladores, o próprio legislador de 1976 reconheceu 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, portanto, dificultando a atuação de mais um ator em contribuição ao controle dos atos de gestão e de controle das companhias.

Assim, por meio do artigo 291 da LSA, CVM foi autorizada a reduzir a porcentagem mínima aplicável às companhias abertas, mediante fixação de escala em função do valor do capital social.

Embora se entenda o argumento em defesa da fixação de critérios mínimos para a legitimação das partes demandarem contra os administradores (conforme o art. 159 da LSA) e controladores (conforme o artigo. 246), de modo a desestimular um ativismo judiciário abusivo, o escalonamento se faz necessário para ampliar o acesso à jurisdição dos minoritários em prol de interesses da companhia.

Com efeito, percentuais elevados podem na prática impedir a propositura de ações de responsabilidade, seja em sede judicial ou arbitral. Aliás, a histórica escassez de ações fundadas nos artigos 159 e 246 constituem forte prova de que o pendor está no lado inverso, na medida em que ações propostas por particulares não têm sido instrumentos utilizados eficazmente para a responsabilização de abusos de controladores e administradores de companhias.

Se o objetivo é o fortalecimento do enforcement privado, deve ser amplamente assegurado o acesso à jurisdição, ainda que igualmente previstos mecanismos de desestímulo de lides temerárias.

É preciso cuidado na previsão de mecanismos de bloqueio a demandas muito difíceis de serem superados pelos minoritários, pelo mero argumento de que demandas

aventureiras são possíveis em desfavor da companhia e do próprio mercado de investimentos como um todo.

Deve-se lembrar que de acordo com o sistema de responsabilidade civil em vigor no ordenamento brasileiro, o simples fato de haver necessidade de prova do dano, à companhia, diretamente relacionado a eventuais condutas dos controladores e/ou administradores que possam ser caracterizadas como ato ilícito causador do dano injusto (e portanto indenizável) já constitui uma dificuldade e natural barreira contra o ajuizamento de lides temerárias por parte dos minoritários. Os custos processuais (custas judiciais ou arbitrais, *stricto sensu*, e honorários advocatícios, não apenas os de sucumbência, mas também os contratuais, que se somam aos primeiros) constituem, igualmente, desincentivos a demandas aventureiras.

A título comparativo, no sistema norte-americano – sempre lembrado como referência na proteção a investidores – a exigência de percentual mínimo de participação sequer existe para propositura de ações derivativas. Embora não se possa falar de um sistema único norte-americano (dadas as especificidades de regramento previstas em cada Estado federativo) há uma previsão comum a todos os Estados, estabelecida na *Rule 23.1* do *Federal Rules of Civil Procedure*³, que estabelece entre os requisitos para propositura da ação reparatória a titularidade de ações da companhia pelo acionista no momento da conduta que deu origem à demanda. Não há, entretanto, exigência de qualquer percentagem mínima de participação do acionista demandante.

Ademais, ao não viabilizar o acesso dos minoritários com participação inferior a 5% às ações de reparação, impõe-se à própria CVM maior atuação e vigilância, de forma a garantir a conformidade do atuar dos administradores e controladores às normas societárias.

³ Disponível em https://www.uscourts.gov/sites/default/files/cv_rules_eff_dec_1_2018_0.pdf.

Ainda que a intenção da CVM não seja especificamente reduzir seus esforços para o cumprimento da normativa em vigor, sem dúvida o fortalecimento das possibilidades de atuação dos entes privados alimenta um sistema em que múltiplos atores contribuem para o cumprimento da legislação brasileira, fortalecendo, em consequência, o próprio mercado de capitais.

Neste contexto, critérios de legitimação suportados apenas em valores fixos definidos pela lei podem ser excessivamente rígidos e muitas vezes inatingíveis dada a dificuldade de mobilização por grande número de acionistas, principalmente em companhias com participações pulverizadas.

Assim, apesar dos avanços representados pela criação de uma escala, acreditamos que as faixas propostas pela CVM ainda colocam em igual patamar companhias de tamanhos bem diversos, incluindo na mesma faixa companhias com diferença de até dez vezes no valor do capital social.

Considerando os números apresentados no Edital, verifica-se que mais da metade (55,92%) das companhias são enquadradas em apenas duas faixas do escalonamento feito pela CVM, a saber:

0 a 100.000.000	5%	22,22
100.000.0001 a 1.000.000.000	4%	33,70

Diante dos problemas apontados na fixação da escala proposta pela CVM para propositura de ação contra administradores e companhias controladoras, sugerimos as seguintes alterações na Minuta ora comentada:

- Previsão de mais faixas de intervalo do capital social entre 0 a 1.000.000.000
- Previsão de mais faixas de intervalo do capital social acima de 10.000.000.000

- Atualização dos valores do capital social conforme IPCA ou outro índice de inflação para constante adequação ao mercado.

Tais alterações objetivam aumentar o efeito prático do escalonamento proposto pela CVM. As alterações sugeridas pressupõem seja dada maior atenção ao fator da dimensão das companhias, este que associado ao grau de dispersão acionária (o qual, entretanto, não está entre os fatores passíveis de revisão pela CVM), pode interferir na capacidade de organização dos minoritários para a propositura de ações de interesse social.

A previsão de correção monetária também é uma sugestão que atenta para o efeito prático das mudanças regulatórias, ante a necessidade de se estabelecer uma previsão que seja útil no decurso do tempo, independente de variações do valor da moeda nacional, e respectivos reflexos nos números de capital social de cada sociedade.

Com o escalonamento dos critérios, bem como a previsão de atualização automática dos valores do capital social conforme a variação do IPCA, as faixas deixariam de ser fixas, para se adequarem à realidade do mercado, permitindo de forma mais racional o ativismo minoritário em benefício das companhias e do mercado em geral.

A previsão de correção monetária da tabela também busca dar resposta a duas das ressalvas apresentadas pela ASA no levantamento referido na Minuta contra o escalonamento, a saber: (i) que a fixação de faixas de capital social tende a ter prazo de validade, criando regras que podem ficar defasadas com relação à estrutura do mercado, pois valores adequados no momento de sua fixação podem se tornar obsoletos, obrigando a autarquia a rever periodicamente a regra; e (ii) que a revisão periódica sem a definição de uma metodologia consistente e replicável acarreta custos adicionais, tanto à autarquia quanto aos regulados.

Outrossim, a CVM questiona ainda sobre a conveniência da abertura de escala em outros casos previstos no artigo 291 da LSA, a saber:

- o Art. 105, referente à exibição por inteiro dos livros da companhia;
- o Art. 123, PÚ, referente à convocação de Assembleia Geral;
- o Art. 157, § 1º, referente à requisição de informações ao administrador
- o Art. 161, § 2, referente à instalação de conselho fiscal
- o Art. 163, § 6º, referente à requisição de informação ao conselho fiscal

Sendo também estes assuntos sensíveis aos acionistas minoritários, e muitas vezes relacionados à eventual iniciativa posterior de propositura de ação de responsabilidade (afinal, por exemplo, a depender das informações que serão requisitadas aos órgãos da administração, nos termos do artigo 157, e também das decisões tomadas em assembleia geral convocada nos termos do artigo 123, podem os minoritários decidir, ou não, pela ação de responsabilização dos administradores), entendemos pela conveniência do escalonamento de *todos os dispositivos legais* permitidos pelo artigo 291 da Lei 6.404/76.

Sendo estas nossas considerações, agradecemos a oportunidade de apresentar comentários e sugestões à normatização ora em discussão, e nos colocamos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,



Micaela Barros Barcelos Fernandes

OAB RJ 95.603

micaela.fernandes@demoriclaudino.com