

Interessado: Superintendência de Relações com Empresas

Assunto: Consulta sobre a interpretação do art. 12 da Instrução 358/02, no que diz respeito a divulgação de aquisição e alienação de participação relevante por pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse.

Declaração de Voto

Trata-se da apreciação de consulta formulada pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP, previamente à edição de novo Ofício-Circular contendo orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas e estrangeiras, a fim de confirmar a interpretação a ser adotada acerca do disposto no art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, no que diz respeito à divulgação de aquisição ou alienação de participação relevante por pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse. Mais especificamente, a SEP indaga se, no caso de a participação relevante ter sido adquirida por um conjunto de fundos de investimento ou carteiras geridas discricionariamente por uma mesma instituição, o preceito teria por efeito determinar, além da identificação dessa instituição, a divulgação dos respectivos fundos e carteiras, com a indicação da participação acionária detida por cada um.

Como se sabe, o Colegiado foi chamado, recentemente, a se manifestar sobre esse assunto, ao apreciar, no âmbito do Processo RJ2010/14668, recurso interposto pela Tarpon Investimentos S.A. contra decisão da SEP, que havia firmado o entendimento de que, diversamente do disposto 15.2 do Formulário de Referência (Anexo 24 da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009), o art. 12 da Instrução 358/2002 estaria a exigir que, na hipótese de gestão discricionária, o comunicado sobre aquisição ou alienação de participação relevante discriminasse os respectivos fundos e carteiras, com a indicação da respectiva participação.

Naquela ocasião, a Recorrente procurou demonstrar que a interpretação adotada pela CVM para o item 15.2 do Formulário de Referência – segundo a qual bastaria divulgar o nome do administrador dos fundos ou carteiras e a participação acionária total – passara a se aplicar também ao art. 12 da Instrução 358/2002. No entanto, o Colegiado, acompanhando o voto do Relator Otavio Yazbek, rechaçou a tese, pois a edição da Instrução 480/2009 e, em particular, a adoção de determinado regime informacional no item 15.2 do Formulário de Referência não poderiam ter por efeito revogar a interpretação que até então vinha sendo adotada pela SEP sobre o art. 12 da Instrução 358/2002. Como o Colegiado ressaltou naquela decisão, a exigência de divulgação dos fundos e carteiras sob gestão discricionária comum, no âmbito da Instrução 358/2002, resultava de uma opção regulatória e, como tal, somente poderia ser alterada caso, por questões de conveniência e oportunidade, a CVM adotasse uma nova opção, e não já pela aplicação de regras de direito intertemporal.

A propósito, creio que, sem prejuízo das conclusões a que se chegou naquela decisão, o exame da presente consulta da SEP seja a oportunidade para fazer evoluir a interpretação do disposto no art. 12 da Instrução 358/2002, de modo a assegurar a plena realização de suas finalidades à luz da atual conjuntura regulatória.

Como o Colegiado já ressaltou em diversas oportunidades, o comando contido no referido art. 12 tem dois objetivos. De um lado, procura prover ao mercado informações sobre a distribuição dos direitos políticos entre os acionistas, permitindo que se vislumbrem os acionistas ou grupos de acionistas capazes de influenciar a administração da companhia bem como de exercer determinados direitos coletivos previstos em lei ou em regulamento. De outra parte, pretende informar aos investidores sobre a formação ou o desfazimento de blocos acionários que possam afetar a dispersão acionária e a liquidez das ações em mercado.^[1]

Tendo em vista essas finalidades, parece-me que elas estariam plenamente atendidas uma vez divulgado o nome da instituição gestora, com a indicação da participação acionária agregada das carteiras e fundos sob sua gestão discricionária. Afinal, é o gestor o responsável pelas decisões de investimento, cabendo a ele decidir sobre a venda ou compra das ações para os fundos ou carteiras. Também é o gestor quem efetivamente representa os condôminos perante a companhia, inclusive quanto ao exercício do direito de voto. Embora o art. 40 da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, preveja que a representação nas assembléias das companhias nas quais o fundo detenha participação compita, primariamente, à instituição administradora, sabe-se que, na prática, por força de delegação convencional, é o gestor quem desempenha, de ordinário, tal incumbência.^[2]

Desse modo, a identificação do gestor e da participação acionária total dos fundos e carteiras sob sua gestão discricionária constitui informação necessária e bastante para o adequado cumprimento do disposto no art. 12 da Instrução CVM nº 358/2002, tanto no que diz respeito à distribuição dos direitos políticos entre os acionistas como em relação à liquidez das ações em mercado. Sendo assim, parece-me que a exigência adicional de discriminação de cada fundo ou carteira, com a indicação da respectiva participação acionária, é desnecessária para a consecução daquelas finalidades e não justifica o ônus trazido com o seu cumprimento.

Note-se, a esse respeito, que a interpretação aqui sugerida se ajusta à dicção do referido art. 12. De acordo com a leitura adotada pela CVM – que consta, inclusive, do Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº01/2010 e do Relatório da Audiência Pública nº 08/2006, da qual resultou a edição da Instrução CVM nº 449/2007, que alterou a Instrução CVM 358/2002 –, o dever de divulgação de aquisição ou alienação de participação relevante se aplica aos conjuntos de fundos ou carteiras sob gestão discricionária comum, visto que são conceituados, pela norma, como grupos de pessoas "representando um mesmo interesse". Precisamente, essa forma de qualificação põe ênfase no papel do gestor como formador de vontade e unidade de interesses, evidenciando que as atuações dos fundos e carteiras sob sua gestão convergem e se consolidam na sua pessoa.

Em suma, parece-me que o mais adequado seria interpretar o art. 12 de modo a exigir, na hipótese de aquisição ou alienação de participação relevante por um grupo de fundos ou carteiras sob gestão discricionária comum, somente a identificação do gestor e da participação total dos veículos, sem a necessidade de discriminação de cada veículo e da respectiva participação acionária.

Tudo isso me leva, entretanto, a destacar um ponto, a meu ver, importante. Como se sabe, em muitos casos, a figura do administrador do fundo não se confunde com a figura do gestor. A propósito, vale esclarecer que, para fins de cumprimento do art. 12 da Instrução 358/02, mostra-se necessário identificar o gestor, e não o administrador. Como se expôs acima, é o gestor a pessoa relevante no processo de tomada das decisões de investimento e para o exercício dos direitos políticos vinculados às ações detidas pelos fundos sob sua gestão.

Outra questão, não diretamente abordada na consulta da SEP mas que me parece relevante, diz respeito à necessidade de identificação do fundo ou carteira e da respectiva participação acionária na hipótese em que este adquire ou aliena, isoladamente, uma participação relevante. A esse respeito, as razões desenvolvidas acima, acerca das finalidades do comando contido no art. 12 da Instrução 358/2002, também me levam à conclusão de que somente se deve exigir a divulgação do nome do gestor e da participação acionária agregada detida pelos fundos e carteiras sob sua gestão. A meu ver, a identificação do fundo que adquiriu ou alienou participação relevante pouco acrescentaria de informação relevante, sendo, portanto, mais pertinente e adequada a divulgação dos dados consolidados, quais sejam, o nome do gestor e da participação acionária total sob sua gestão discricionária.

De mais a mais, esta me parece a única interpretação lógica da regra estabelecida no art. 12. Afinal, se a identificação do gestor e da participação acionária agregada constitui medida suficiente e apropriada para o cumprimento da norma nos casos em que a participação relevante é atingida por um conjunto de fundos ou carteiras sob gestão discricionária, pelas mesmas razões deve-se admitir, sob pena de incoerência, que tal solução também seja ajustada para os casos em que a participação relevante é alcançada isoladamente por determinado fundo, dentre aqueles sujeitos a gestão discricionária comum.

Há quem possa objetar que tal entendimento teria por efeito encobrir, sob a fachada do gestor, a atuação de fundos, especialmente exclusivos, que, em realidade, estão sob a influência de determinado cotista ou grupo de cotistas. Assim, por receber apenas informação sobre a identidade do gestor, o mercado não conseguiria enxergar corretamente a montagem ou desmontagem de posições acionárias relevantes por esses investidores.

Tal preocupação é de fato justa, mas não devemos nos inquietar com ela, visto que a Instrução 358 lhe deu uma solução adequada, que não depende da posição adotada no exame da presente consulta da SEP. Com efeito, a expressão "grupos de pessoas representando um mesmo interesse", empregada pelo art. 12, compreende apenas fundos sob a gestão *discricionária* do gestor, de modo que as negociações realizadas por fundos sob a influência de cotistas devem ser objeto, nos termos do referido dispositivo, de divulgação específica. Nessa direção, por força do disposto no art. 20, inciso II e parágrafo único, da Instrução, as negociações realizadas por fundos exclusivos ou fundos cujas decisões de negociação possam ser influenciadas por cotistas reputam-se realizadas indiretamente por essas pessoas. Dessa maneira, cabe a elas comunicar, em nome próprio, à companhia a aquisição ou alienação de participação relevante por intermédio desses fundos, ou por qualquer outro meio direto ou indireto, sob pena de se sujeitarem às sanções previstas na Lei nº 6.385/76.

Superada tal questão, reitero enfim que, a meu ver, no caso de a participação relevante ter sido adquirida por determinado fundo ou carteira, ou por um conjunto de fundos ou carteiras, sob gestão discricionária de uma mesma pessoa, o comando contido no art. 12 da Instrução nº 358/02 deve ser interpretado de maneira a exigir a divulgação da identidade do gestor e da participação acionária total detida, em conjunto, pelas carteiras e fundos sob sua gestão discricionária, não sendo obrigatória a identificação dos respectivos fundos e carteiras, nem a indicação da participação acionária detida por cada um.

Reitero, ainda, a propósito do que consta do item 14.8.2, "e", do Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº01/2010, [\[3\]](#) que entendo que a leitura mais adequada do comando do art.12 é aquela acolhida pelo Colegiado com base no voto do Relator Marcos Barbosa Pinto no já referido Processo Administrativo Sancionador CVM RJ2009/1365. Conforme o argumento que foi ali desenvolvido, "para que a norma atinja essa finalidade, basta que o mercado seja informado quando o controle das referidas participações societárias for alterado. Alterações em participações minoritárias indiretas ou transferências sem alteração de controle são irrelevantes para que o mercado determine como os direitos patrimoniais e políticos são distribuídos ou o grau de liquidez e dispersão das ações no mercado.". Essa mesma interpretação, aliás, estava refletida na Deliberação CVM nº 541 e entendo que foi mantida na Instrução CVM nº 480.

Rio de Janeiro, 11 de março de 2011

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

[\[1\]](#)Vejam-se, nesse sentido, os votos apresentados pelo Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos nos Processos Administrativos CVM RJ2004/2728 e RJ2003/10947, apreciados pelo Colegiado, respectivamente, em 16 de dezembro de 2003 e 26 de julho de 2004. Confira-se, ainda, o voto formulado pelo Relator Marcos Barbosa Pinto no Processo Administrativo Sancionador CVM RJ2009/1365, julgado pelo Colegiado em 13 de julho de 2010.

[\[2\]](#)Mencione-se, a propósito, que se encontra em análise nesta autarquia projeto de reforma da Instrução 409/2004, que sugere que possa ser atribuída primariamente ao gestor a representação do fundo nas assembleias das companhias nas quais o fundo detenha participação.

[\[3\]](#)No qual se lê: "A participação indireta de que trata a Instrução nº 358/02 refere-se àquela detida por meio de outro veículo que resulta em participação de 5% ou mais do capital social da companhia aberta. Em outras palavras, a participação indireta será tida como relevante se esta multiplicada pela participação direta corresponder a 5% ou mais do capital social".