



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Para: GEA-4
De: RAFAEL VIEIRA DE ANDRADE DE SÁ

RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº068/2015
Data: 01.10.2015

ASSUNTO: Recurso contra decisão da SEP
DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A.
Processo CVM nº RJ-2015-5493

Senhor Gerente em exercício,

Trata-se de recurso interposto, em 21.09.2015, por CROMOSSOMO PARTICIPAÇÕES II S.A. (“Cromossomo”), EDSON DE GODOY BUENO (“Edson Bueno”) e DULCE PUGLIESE DE GODOY BUENO (“Dulce Bueno” e, em conjunto com Cromossomo e Edson Bueno, “Acionistas Controladores” ou “Recorrentes”), na qualidade de acionistas controladores da DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A. (“DASA” ou “Companhia”), contra o disposto no Ofício nº 234/2015/CVM/SEP/GEA-4, de 10.09.2015, que solicitou, para fins do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, a manifestação dos Acionistas Controladores sobre a saída da Companhia do segmento diferenciado de listagem da BM&FBOVESPA denominado Novo Mercado.

I. HISTÓRICO

I.1. Reclamação da Petros

2. Em **26.05.2015**, a FUNDAÇÃO PETROBRÁS DE SEGURIDADE SOCIAL (“Petros”) protocolizou reclamação na CVM (fls. 01-03).

I.2. Resposta dos Acionistas Controladores

3. Em **29.05.2015**, foi enviado o Ofício nº 127/2015/CVM/SEP/GEA-4 à Companhia, solicitando a obtenção e posterior envio à CVM da manifestação dos Acionistas Controladores aos termos da reclamação elaborada pela Petros (fls. 52).

4. Em **03.06.2015**, os Acionistas Controladores protocolaram sua resposta ao supramencionado Ofício (fls. 54-62).

I.3. Reclamação do Oppenheimer e do Leblon Equities

5. Em **03.06.2015**, OPPENHEIMER DEVELOPING MARKETS FUND e OPPENHEIMER INTERNATIONAL SMALL COMPANY FUND (“Oppenheimer”) protocolaram reclamação na CVM, por meio da qual, em essência, reiteraram os argumentos formulados pela Petros em seu expediente (fls. 86-97).

6. Em **03.06.2015**, o LEBLON EQUITIES GESTÃO DE RECURSOS LTDA. (“Leblon Equities”) protocolou expediente na CVM manifestando seu apoio e concordância com as alegações contidas na reclamação da Petros (fls. 98).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

I.4. Manifestação preliminar da SEP

7. Em **05.06.2015**, a SEP enviou à Companhia, com cópia aos Acionistas Controladores e aos Reclamantes, o Ofício nº 129/2015/CVM/SEP/GEA-4 (fls. 135-136).
8. Em **09.06.2015**, foi enviado o Ofício nº 134/2015/CVM/SEP/GEA-4 à Companhia, solicitando o envio do mapa de votação da Assembleia Geral Extraordinária da DASA realizada em **08.06.2015** (fls. 138), o que foi encaminhado em **10.06.2015** (fls. 140-144).

I.5. Nova resposta dos Acionistas Controladores

9. Em **14.07.2015**, foi enviado o Ofício nº 163/2015/CVM/SEP/GEA-4 aos Acionistas Controladores (fls. 153-155).
10. Em **11.07.2015**, os Acionistas Controladores protocolizaram expediente em resposta ao Ofício nº 163/2015/CVM/SEP/GEA-4 (fls. 157-170).
11. Em **21.07.2015**, a SEP enviou o Ofício nº 169/2015/CVM/SEP/GEA-4 (fls. 171) aos Acionistas Controladores, solicitando que adotassem as providências necessárias para assegurar a ampla divulgação de que a DASA passaria a ter suas ações listadas no segmento tradicional da Bolsa de Valores caso a Saída do Novo Mercado fosse efetivada, o que foi feito através de divulgação de Fato Relevante pela Companhia em **24.07.2015**.

I.6. Aditamento à reclamação da Petros

12. Em **06.08.2015**, a Petros protocolou aditamento à sua reclamação (fls. 183-196).

I.7. Análise da SEP e solicitação de manifestação dos Acionistas Controladores

13. Em **10.09.2015**, as reclamações de Petros, Oppenheimer e Leblon Equities foram analisadas por meio do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº064/2015, tendo se sugerido: (i) o envio de ofício aos reclamantes informando-os das conclusões do referido relatório; e (ii) o envio de ofício aos Acionistas Controladores solicitando manifestação para fins do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08 (fls. 213-262).
14. Em **10.09.2015**, foi enviado o Ofício nº 234/2015/CVM/SEP/GEA-4 aos Acionistas Controladores, nos seguintes principais termos (fls. 263-264):
- a) “(...) esclarecemos que, em princípio, não foi demonstrada, através das diversas manifestações efetuadas por V.Sas. nos autos do processo em epígrafe, a necessidade concreta e atual de se promover a saída da DASA do Novo Mercado; nem que a adoção dessa medida, combinada com a posterior listagem no segmento tradicional, representa o melhor meio para se alcançar os fins perseguidos que justificariam a deslistagem daquele segmento – que, em tese, seriam a redução de custos e a flexibilização da estrutura de capital da Companhia –; e, sobretudo, também não foram, até o presente momento, apresentados argumentos a favor da alteração de segmento de negociação capazes de demonstrar que essa decisão resultará em benefícios que superem os prejuízos potencialmente impostos aos acionistas minoritários da Companhia”; e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- b) “isto posto, solicitamos a manifestação de V.Sas., para fins do art. 11 da Deliberação nº 538/08, acerca dos motivos pelos quais entendem que a decisão tomada por V.Sas. se encontra em conformidade com o interesse social da DASA, bem como respeita e atende lealmente os interesses dos acionistas minoritários da Companhia, à luz do art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76. Esclarecemos, por fim, que, caso não seja recebida resposta ao presente expediente até **21.09.2015**, será considerado atendido o disposto no citado art. 11”.

15. Em **10.09.2015**, foi enviado o Ofício nº 235/2015/CVM/SEP/GEA-4 aos reclamantes, nos seguintes principais termos (fls. 266-267):

- a) “(...) informamos que não haveria que se falar, em princípio, em benefício particular auferido pelos Acionistas Controladores decorrente direta e tão somente da deliberação de saída do Novo Mercado, de modo que inexistia, por consequência, impedimento destes em participarem dessa deliberação na AGE por força do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76, em razão dos seguintes motivos”:
- i) “os efeitos decorrentes da decisão assemblear em comento são aplicáveis de forma equânime a todos os acionistas da DASA, não existindo uma vantagem atribuída aos Acionistas Controladores e não extensível aos demais acionistas da Companhia”;
 - ii) “a deliberação pela saída do Novo Mercado não implica em reforma automática das disposições estatutárias que foram incorporadas em razão da adesão a esse segmento de listagem, pelo que, no momento em que efetivamente se colocar em votação a modificação de tais cláusulas, haverá a necessidade de observância, pelos Acionistas Controladores, do disposto no art. 115, caput e §1º, art. 116, parágrafo único, e art. 117, todos da Lei nº 6.404/76”; e
- b) “sem prejuízo do acima disposto, esclarecemos que a SEP continua a analisar, no âmbito do processo administrativo em epígrafe, a conformidade da decisão tomada pelos Acionistas Controladores de retirar a DASA do Novo Mercado ao interesse social da Companhia e aos interesses de seus acionistas minoritários, à luz do disposto no art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76”.

I.8. Resposta e recurso dos Acionistas Controladores

16. Em **21.09.2015**, os Acionistas Controladores protocolaram sua resposta ao Ofício nº 234/2015/CVM/SEP/GEA-4, nos seguintes principais termos (fls. 269-288):

Da manifestação

- a) “primeiramente, reiteramos nosso entendimento previamente manifestado a esta D. Comissão no sentido de que a realização da Oferta e da Saída do Novo Mercado, atendem ao melhor interesse social da Companhia à luz do artigo 116, parágrafo único, da Lei das Sociedades por Ações. Desta forma, novamente ratificamos todas as considerações já apresentadas a esta D. CVM e aos acionistas da Companhia, inclusive aquelas constantes do voto proferido na AGE, realizada em 8 de julho de 2015, por meio da qual, foi deliberada e aprovada a Saída do Novo Mercado (“Manifestação de Voto”);
- b) “de todo modo, julgamos pertinente e oportuno reapresentar e desenvolver algumas das considerações já manifestadas para esta D. CVM”;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O Direito dos Acionistas Controladores de Adquirir Ações da Companhia.

- c) “os Acionistas Controladores já haviam demonstrado sua intenção de aumentar sua participação acionária na Companhia há vários anos. A entrada dos Acionistas Controladores na Companhia se iniciou em 2010, quando a participação acionária de sua titularidade em negócios laboratoriais foi incorporada pela DASA, resultando em uma participação acionária de 23,59%. Posteriormente, em fevereiro de 2014, os Acionistas Controladores efetuaram uma OPA para aquisição de controle, onde alcançaram a participação atual de 71,94%. Finalmente, em abril deste ano, os Acionistas Controladores comunicaram a sua intenção de realizar a OPA de Saída do Novo Mercado, o que reforça seu interesse em aumentar sua exposição à Companhia. Caso os Acionistas Controladores tivessem optado por comprar ações no mercado, tal ação levaria a um desenquadramento do requisito previsto no item 3.1(vi) do Regulamento do Novo Mercado, cuja consequência seria a obrigação de se realizar uma OPA para saída do Novo Mercado. Isto porque os Acionistas Controladores já detinham participação acionária representativa de 71,94% do capital social da Companhia e facilmente atingiriam um percentual acima de 75% com a aquisição de ações no mercado secundário”;
- d) “ora, ninguém pode negar que os Acionistas Controladores têm o direito de, se assim desejarem, adquirirem ações adicionais de emissão da Companhia. Este direito está amparado no direito à propriedade, que, por sua vez, é um dos princípios fundamentais de qualquer cidadão brasileiro, assegurado no artigo 5º da Constituição Federal”;
- e) “não há como negar também, que se os Acionistas Controladores tivessem comprado ações de emissão da Companhia no mercado e, com isso, descumprido o item 3.1(vi) do Regulamento do Novo Mercado, a consequência natural de tal descumprimento seria o lançamento de uma OPA nos mesmos moldes da OPA de Saída do Novo Mercado”;
- f) “a única diferença entre a hipótese descrita no parágrafo anterior e a realidade da situação em tela é que, naquela hipótese os Acionistas Controladores não estariam sendo questionados, de forma equivocada, por esta D. Comissão, pois caso o estivessem, esta D. Comissão estaria, de forma indireta, questionando o direito de propriedade dos Acionistas Controladores”;
- g) “seja como for, os Acionistas Controladores, com lealdade e transparência, bem como em observância aos interesses sociais da Companhia e dos seus demais acionistas, optaram por comunicar a Companhia e o mercado em geral, por meio de carta enviada ao Diretor de Relações com Investidores da Companhia em 27 de abril de 2015, sua intenção de realizar a Oferta, ao invés de, no primeiro momento, adquirir ações ao preço então vigente no mercado e, após a caracterização do desenquadramento, efetivar a OPA para saída do Novo Mercado”;
- h) “com isso, os Acionistas Controladores, preocupados em atender aos interesses dos acionistas minoritários, permitiram que eles, se assim o quisessem, vendessem suas ações pelo valor justo, como determinado pelo Avaliador, o qual foi escolhido pelos próprios acionistas minoritários, bem como possibilitaram um tratamento equânime para todos esses acionistas minoritários, permitindo que todos tenham a mesma oportunidade (evento de liquidez) no âmbito da Oferta”;
- i) “ora, tendo em vista o exposto acima, pode-se notar que caso os Acionistas Controladores desejassem – como efetivamente desejam – adquirir mais ações de emissão da Companhia e, com isso, ultrapassar o limite imposto pelo item 3.1(vi) do Regulamento do Novo Mercado, apenas duas alternativas são possíveis: (i) a primeira é utilizar-se de um subterfúgio e com isso



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

“acionar” uma OPA; e (ii) a segunda, escolhida pelos Acionistas Controladores, é com clareza e transparência avisando ao mercado em geral sua intenção de cumprir com sua obrigação perante os acionistas minoritários e permitindo que todos tenham o mesmo tratamento. Em ambos os casos a consequência será a obrigação de ser realizar a Oferta”;

- j) “dito isto, quando esta D. Comissão impede o Acionista Controlador de adquirir ações da Companhia, com o argumento de que isso ofenderia suposto direito dos acionistas minoritários de exigir a todo custo a manutenção da Companhia no Novo Mercado, esta D. Comissão, inadvertidamente, fere princípios de ordem pública constitucionalmente assegurados”;

Do Atendimento ao Artigo 116, parágrafo único, da Lei das Sociedades por Ações.

- k) “como já brevemente mencionado na introdução desta Manifestação, não acreditamos que esta D. Autarquia deve se manifestar sobre a conveniência (ou não) de decisões estratégicas da Companhia, sob risco da CVM terminar extrapolando sua competência legal”;
- l) “tendo disto isto, não temos dúvida de que a CVM deve verificar se o voto dos Acionistas Controladores foi exercido de acordo com o Artigo 116, parágrafo único, da Lei das Sociedades por Ações. Neste sentido, o citado dispositivo legal prevê”:

“Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

- m) “em outras palavras, de forma resumida, a tese prevista na Lei das Sociedades por Ações é de que o voto dos Acionistas Controladores deve ser exercido (i) com o fim de que a Companhia realize seu objeto e função social e (ii) com respeito aos deveres e responsabilidades para com os acionistas minoritários”.
- n) “com relação ao objeto e função social da Companhia, é bastante claro, como já comentamos em correspondências anteriores, que a Companhia tem como objeto e função principais a geração de lucros através de atividades de medicina diagnóstica.. Desta forma, resta claro que não há que se falar que a decisão assemblear de Saída do Novo Mercado traga qualquer impedimento à consecução do objeto ou função da Companhia”;
- o) “com relação ao respeito a deveres e responsabilidades perante acionistas minoritários a situação não é diferente. Vejamos”;
- p) “a Companhia abriu seu capital em 2004, aderindo, naquela época, ao segmento do Novo Mercado. Como parte do processo de adesão ao Novo Mercado, a Companhia teve que adaptar seu estatuto social às cláusulas mínimas impostas pela Bolsa de Valores de São Paulo e pelo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

próprio Regulamento do Novo Mercado. Tal estatuto social continha (como ainda contém) em seu Capítulo V as regras segundo as quais os Acionistas Controladores podem deliberar a saída da Companhia deste segmento”;

- q) “cada um dos acionistas da Companhia, ao adquirir ação de sua emissão, concordou com o contido em seu estatuto social em relação à potencial saída da Companhia deste segmento de listagem e com o regulamento do Novo Mercado, que estabelece procedimentos para tal saída, que por sua vez foram cumpridos pela Companhia e seus acionistas conforme exposto a seguir”;
- r) “esta própria Comissão, ao conceder o registro de companhia aberta para a Companhia, procedeu uma revisão minuciosa do conteúdo do estatuto social da Companhia e, no ato de concessão do registro, concordou que este estatuto, inclusive no que concerne às regras de saída do Novo Mercado, é adequado para uma companhia aberta e que seu cumprimento atende às exigências da CVM e da lei”;
- s) “o prospecto da oferta pública inicial da Companhia continha, como seu formulário de referência ainda hoje contém, linguagem clara e transparente alertando os acionistas de que uma mudança de nível de listagem poderá ocorrer”;
- t) “em suma, o voto dos Acionistas Controladores, juntamente com o de outros acionistas, em favor da Saída do Novo Mercado, nos exatos termos e condições previstos no estatuto social da Companhia, cujas disposições foram analisadas e aprovadas pela BM&FBOVESPA e pela CVM e devidamente informadas a todos os acionistas, não é uma prática abusiva em nenhuma dimensão. Trata-se de evento de decisão empresarial dos Acionistas Controladores, onde os direitos dos acionistas minoritários, previstos no estatuto social da Companhia, e fielmente cumpridos pelos Acionistas Controladores, foram devida e integralmente respeitados”;
- u) “verifica-se, ainda, que a possibilidade de Saída do Novo Mercado, em razão de desenquadramento ou por decisão assemblear, configura-se como um direito estatutário, bem como decorre do Contrato de Novo Mercado e do Regulamento do Novo Mercado. E, nesse sentido, o preço justo a ser oferecido no âmbito da Oferta já precifica as ações dos acionistas minoritários que não quiserem continuar sua posição de acionistas da Companhia”;
- v) “consequentemente, pode-se afirmar que os acionistas da Companhia, inclusive os Acionistas Minoritários, ao adquirirem ações de emissão da Companhia, aceitaram os termos e condições de potencial Saída do Novo Mercado, vez que tal saída já estava previamente disposta no estatuto social da Companhia”;
- w) “portanto, vale dizer que a possibilidade da Saída do Novo Mercado acontecer já era de conhecimento e foi previamente acordada por todos os acionistas da Companhia, incluindo os Acionistas Minoritários”;
- x) “nota-se que, no caso em tela, a boa-fé e transparência dos Acionistas Controladores estão atuando contra seus legítimos interesses, pois, como já mencionado, se tivessem comprado mais ações no mercado secundário, desenquadrando a Companhia, a OPA seria obrigatória”;
- y) “mas será que, nas circunstâncias específicas do caso em comento, haveria margem para alegação de abuso dos Acionistas Controladores? Parece-nos que não, pois eles estão agindo com transparência e coerência e respeitando os seus deveres estatutários perante os acionistas”;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- z) “ressalta-se também que os Acionistas Controladores não eram acionistas relevantes da Companhia, quando ela ingressou no Novo Mercado, e portanto os Acionistas Controladores não podem ser acusados de estarem agindo contraditória ou contrariamente aos interesses manifestados pela Companhia, seus administradores e acionistas naquela ocasião. Desde a OPA realizada em fevereiro de 2014, os Acionistas Controladores já haviam deixado claro o seu interesse e propósito de ter a maior participação possível na Companhia, tanto que se dispunham a comprar todas as ações”;
- aa) “diante disto, denota-se a coerência seguida pelos Acionistas Controladores no âmbito de suas decisões estratégicas e comerciais, afastando-se, com isso, interpretações de intenções oportunistas, visando sempre à consecução da melhor forma dos negócios da Companhia e de forma a gerar lucros para seus acionistas”;

Diferenças de Opinião.

- bb) “embora o Conselho de Administração tenha inicialmente emitido uma opinião desfavorável e os Acionistas Minoritários tenham se manifestado contrariamente às deliberações tomadas na AGE de 8 de julho de 2015, cumpre destacar que no âmbito da gestão de uma sociedade, os acionistas controladores têm um dever fiduciário que decorre da sua situação jurídica de ser o titular do poder de controle, qual seja, o de imprimir aos negócios sociais sua visão estratégica, de modo a maximizar o interesse social, que consiste basicamente na consecução do objeto social com o fim de auferir lucro”;
- cc) “frise-se que as diferenças nas visões estratégicas entre acionistas e entre acionistas e administradores podem ocorrer na condução dos negócios sociais, o que não pode ocorrer – como não ocorreu no caso em tela – é a violação da lei ou do estatuto social e os Acionistas Controladores agirem desrespeitando os direitos dos minoritários. Nos casos em que há opiniões diferentes sobre qual deliberação ou o ato mais conveniente para a companhia, deve prevalecer o poder da maioria manifestado em assembleia geral, o que ocorreu no presente caso, como nos ensina José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho”:

“8. Competência para Definir o que é de Interesse da Companhia – Na maioria das deliberações ou atos dos órgãos sociais da companhia não há questões de legalidade, mas de adequação ao interesse da companhia, ou de conveniência. Nesses casos prevalece o princípio da estrutura hierárquica (v. § 4º - 3).

O que justifica a Lei legitimar o poder da maioria da Assembleia Geral e do acionista controlador para determinarem a orientação dos administradores da companhia é o fato de que os acionistas são os únicos que contribuem para o capital social indispensável ao funcionamento da companhia e da sua empresa e correm o risco de perder esse capital em caso de prejuízo.

Essa ponderação de bom senso é assim afirmada por BERNARDINO LIBONATI (1993, p.22): “É simplesmente fora do mundo imaginar que os administradores sejam completamente estranhos à linha de ação decidida pelos sócios que os designam em um tipo de abstração perigosíssima – como muitas vezes destacado pela doutrina – para o equilíbrio societário, no qual, não importa o que se diga, são os sócios (e não os administradores) que arriscam seu investimento”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A decisão final de qualquer assunto há de caber ao titular do poder político na companhia, como destaca Comparato (1983, p. 396-307): “Não há dúvida que o poder de apreciação ou decisão sobre a oportunidade e a conveniência do exercício da atividade empresarial, em cada situação conjuntural, cabe ao titular do poder de controle, e só a ele. Trata-se de prerrogativa inerente ao seu direito de comandar, que não pode deixar de ser reconhecida, como salientamos, em homenagem a uma concepção anárquica, ou comunitária, da sociedade por ações”.

(Direito das Companhias, Forense, Rio de Janeiro, 2009, Vol. I, págs. 821 e 822)

- dd) “todavia, devem os acionistas controladores observar o dever de lealdade no exercício do poder-dever do controle societário, sem tomar decisões baseadas nos interesses pessoais em detrimento dos interesses da companhia e dos acionistas minoritários”;
- ee) “no presente caso, restou comprovado e corroborado por esta D. CVM, por meio do Ofício 235, que as deliberações tomadas pelos Acionistas Controladores, até o presente momento, no âmbito da Oferta, não violam o princípio da equanimidade, de modo que inexistente uma vantagem atribuída aos Acionistas Controladores que não seja extensível aos demais acionistas da Companhia. Nesse sentido, a CVM acertadamente concluiu não existir benefício particular pelos Acionistas Controladores na deliberação que aprovou a Saída do Novo Mercado”;
- ff) “resta claro que a presente Oferta se caracteriza pelo exercício da faculdade outorgada pelo estatuto social da Companhia e pelo Regulamento do Novo Mercado aos Acionistas Controladores. Nesse sentido e corroborando tal entendimento, apresentamos juntamente com a presente Manifestação, parecer emitido pelo ilustre advogado Sr. Marcelo Trindade, que confirma o entendimento (i) de que não pode haver abuso de poder de controle pelo simples cumprimento do estatuto; e (ii) que não há abuso de direito no cumprimento do disposto no estatuto”:

Decisões Estratégicas da Companhia.

- gg) “é de extrema importância observarmos que o procedimento de saída de segmento especial de listagem da BM&FBOVESPA trata-se de decisão negocial e estratégica das companhias abertas que a ele aderiram. Cabe, portanto, aos administradores e aos acionistas controladores das companhias abertas, a decisão neste sentido, sendo estes últimos, aqueles que, inevitavelmente, possuem melhores condições de decidir as questões de interesse da companhia e são os mais afetados por tais decisões”;
- hh) “reafirmamos o entendimento expresso pela Diretora Luciana Dias, neste sentido, em voto proferido no âmbito do Processo CVM RJ 2013/10913”:

“Em inúmeros precedentes da CVM, na grande maioria das situações pelas quais uma companhia passa ao longo de sua existência, o controlador está na melhor posição para decidir sobre o destino na companhia. [...]

O controlador é a pessoa com o interesse mais alinhado ao da companhia, é ele quem proporcionalmente mais percebe os acertos e os erros das decisões da companhia. [...]



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Assim, deixar que ele prepondere faz sentido econômico e, sabiamente, o princípio majoritário foi consagrado em nossa lei societária.” (grifos nossos)

- ii) “depreende-se do contexto acima que os Acionistas Controladores, por terem maior participação societária na Companhia, também possuem maior exposição econômica, no sentido de que a cada decisão empresarial, são eles os que mais têm a ganhar ou perder. Há alinhamento natural entre os interesses destes com os da Companhia e seus demais acionistas”;
- jj) “portanto, a Saída do Novo Mercado, e conseqüente listagem no segmento tradicional, é uma decisão negocial, sendo legítimo aos Acionistas Controladores optarem pela Saída do Novo Mercado, por entenderem que tal direcionamento estratégico é aquele que melhor atende aos interesses sociais da Companhia, quais sejam, as atividades de medicina diagnóstica e obtenção de lucros”;
- kk) “no caso em comento, os Acionistas Controladores entendem que a Saída do Novo Mercado é condizente não apenas com o atual panorama da Companhia, como também com a conjuntura política e econômica do País, sendo que a contrapartida aferida pela Companhia com a aplicação de suas regras de governança corporativa não tem sido compatível com os ônus decorrentes de tais práticas. Portanto, tal saída, na visão dos Acionistas Controladores, é no melhor interesse da Companhia”;
- ll) “ainda que os Acionistas Minoritários possam não concordar com as decisões tomadas pelos Acionistas Controladores, vale lembrar que, conforme já comprovado em manifestações anteriores dos Acionistas Controladores a esta D. CVM, no âmbito do presente processo, a diferença de opinião não pode acarretar no reiterado questionamento da conduta do detentor do poder de controle a cada decisão negocial, sob risco de paralisação dos negócios sociais”;
- mm) “portanto, é necessário que o questionamento da decisão empresarial deva ser calcado em fatos que comprovem o suposto e potencial prejuízo alegado por parte dos Acionistas Minoritários e pela CVM”;
- nn) “ainda nesse contexto, conforme voto da Diretora Ana Novaes proferido no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5652”:

“É inegável que o anúncio de Saída de Nível cria uma forte insatisfação para os titulares das ações em circulação. Entendo que essa insatisfação é fruto da passagem da listagem para segmento “menos nobre” e que a percepção de pressão por parte dos minoritários decorre de regra de saída de segmento constante de Novo Mercado. Em outras palavras, a insatisfação e a percepção de pressão também existiriam no caso de OPA formulada exclusivamente para a Saída de Nível.

(...)

Devemos assumir que o investidor, ao precificar as melhorias de governança proporcionadas pelo nível diferenciado de listagem também inclui na sua conta eventuais fragilidades do regulamento, como, por exemplo, a possibilidade do controlador decidir promover a deslistagem sem que os minoritários possam se opor. Esse ponto é importante, pois não cabe à CVM criar empecilhos para ofertas de Saída de Nível que observem os requisitos estabelecidos no regulamento de listagem aplicável e na lei societária (o interesse da companhia tem grande importância nesse ponto (...))” (grifos nossos)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- oo) “assim, resta claro que, embora os Acionistas Minoritários estejam insatisfeitos com a decisão dos Acionistas Controladores, aqueles ao mesmo tempo que tinham a percepção de que as ações embutiam o preço de estarem sendo negociadas no Novo Mercado também estavam cientes de que o estatuto social da Companhia e o Regulamento do Novo Mercado previam a possibilidade de deslistagem das ações pelos Acionistas Controladores. Não obstante, não cabe a CVM indagar sobre a decisão dos Acionistas Controladores de realizarem a Oferta, mas sim comprovarem com fatos os potenciais prejuízos que incorrerão com a Oferta, visto que, como já discutido aqui, não cabe a CVM julgar decisões estratégicas e negociais dos Acionistas Controladores no âmbito do seu exercício de poder-dever em relação à Companhia, mas simplesmente zelar pela legalidade dos votos ao amparo do artigo 116, parágrafo único, da Lei das Sociedades por Ações”;
- pp) “diante disso, entendemos que a Saída do Novo Mercado atende ao melhor interesse social da Companhia - que consiste na consecução do seu objeto social, com o fim de se auferir lucro - na medida que tal saída representará maior flexibilidade na sua estrutura de capital, economia de seus custos administrativos e a desoneração de regras de governança corporativa que, não apenas em nossa visão, mas na de muitos participantes do mercado, não mais condizem com as vantagens aferidas pela listagem no Novo Mercado, conforme destacamos abaixo. Como já aqui afirmado, a governança não é objeto ou função da Companhia”;
- qq) “como visto, a flexibilização da estrutura de capital da Companhia, denota instrumento de financiamento de extrema significância para a Companhia, principalmente considerando o cenário econômico que atualmente presenciamos. Tendo em vista a situação de incerteza e indefinição quanto aos rumos da economia, os Acionistas Controladores consideram importante a Companhia estar preparada para lançar mão de outras formas de captação de recursos, inclusive através da emissão de ações preferencias, podendo executar as medidas necessárias com rapidez no futuro quando o cenário se mostrar apropriado”;
- rr) “atrelado ao fato acima, deve ser considerada também a flexibilidade relacionada às regras de percentual mínimo de ações em circulação (free float), que devem ser observadas pelas companhias listadas em todos os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA, o que justifica a escolha dos Acionistas Controladores de manter a Companhia listada no segmento tradicional da BM&FBOVESPA”;
- ss) “por óbvio, o entendimento dos Acionistas Controladores de que a Saída do Novo Mercado traria economia de custos administrativos atrelados à listagem em tal segmento, não deve ser interpretada isoladamente”;
- tt) “não obstante, os custos administrativos devem ser inevitavelmente observados no processo decisório da administração e acionistas controladores das companhias abertas na consecução do interesse social, não podendo estes, ser ignorados. A decisão de diminuir os custos administrativos, que deve representar uma economia da ordem de R\$6,4 milhões por ano, conforme estimativa com a indicação dos valores correspondentes constantes da planilha abaixo, portanto, é compreendida na busca pelo melhor interesse social da companhia aberta por parte de seus administradores e acionistas controladores, no exercício de seu dever fiduciário”;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Origem	R\$MM/ano
Redução Membros do CA	4,9
Redução do Departamento de RI	1,5
Total	6,4

uu) “ainda, é necessário salientar que, em detrimento ao entendimento manifestado por esta D. Comissão por meio do Ofício, os Acionistas Controladores entendem que a realização da Oferta e, conseqüentemente, a Saída do Novo Mercado, não causará “prejuízos potencialmente impostos aos acionistas minoritários da Companhia”. Isto porque, conforme acima reafirmado e anteriormente expresso, a Saída do Novo Mercado trará, pelo contrário, vantagens estratégicas e econômicas aos negócios da Companhia”;

Vantagens dos Acionistas Minoritários.

- vv) “a presente Oferta simboliza, no entendimento dos Acionistas Controladores, importante evento de liquidez aos acionistas minoritários da Companhia como um todo, sendo que o preço por ação ordinária de emissão da Companhia oferecido no âmbito da Oferta já engloba prêmio a ser verificado por tais acionistas com relação ao valor das ações ordinárias de emissão da Companhia no mercado de bolsa de valores. Em nossa opinião, a Oferta representa uma oportunidade valiosa de liquidez aos acionistas minoritários”;
- ww) “portanto, entendemos que a Saída do Novo Mercado não impactará negativamente a Companhia e a condução de seus negócios, pelo contrário, tal saída trará benefícios diretos para a Companhia na consecução de seus interesse social, pois se de um lado o acesso da Companhia aos mercados para se financiar não será prejudicado, de outro a Companhia obterá a redução de custos administrativos, não havendo, portanto, em sua visão impacto negativo nos seus planos de crescimento de longo prazo”;
- xx) “assim, para aqueles acionistas que discordarem da decisão de Saída do Novo Mercado é oferecido duas opções pela sistemática do Novo Mercado e do estatuto social: (i) a primeira, alienar as ações na Oferta por valor justo; e (ii) a segunda, permanecer como acionistas da Companhia, o que possibilitará, em nossa opinião, que estes se beneficiem no longo prazo de todas as vantagens que a decisão de Saída do Novo Mercado trará a Companhia e, conseqüentemente, aos seus acionistas”;
- yy) “pelo exposto acima, é essencial evidenciarmos que não compete a esta D Comissão substituir o papel atribuído aos administradores e acionistas controladores de uma companhia aberta no âmbito do processo decisório da Companhia. As decisões estratégicas e negociais da companhia aberta cabem tão somente à companhia e aos seus administradores e acionistas, sendo que o atendimento ao dever fiduciário por parte dos administradores e acionistas controladores, deve ser implícito, salvo prova em contrário”;
- zz) “tais decisões revestem-se de legitimidade de forma ainda mais contundente quando consideramos que o processo decisório observou todos os requisitos legais e regulamentares. Como vimos anteriormente, é este o caso da Oferta e da Saída do Novo Mercado ora pretendida”;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

aaa) “desta linha de raciocínio compartilha a Diretora Ana Novaes, que em voto proferido no âmbito do Processo CVM RJ2012/3630, expôs”:

“45. Ressalto não pretender neste voto tratar de modo exaustivo as hipóteses em que o Cancelamento de Registro ou a Saída de Nível serão do interesse da companhia, ou mesmo prescrever quais devem ser os desdobramentos desses atos, até porque não cabe à CVM controlar aprioristicamente as deliberações sociais a fim de verificar se as mesmas estão sendo tomadas no interesse da companhia conforme prescreve a lei. (...)

52. Assim, entendo que não existe razão para alterar o entendimento desse colegiado que em mais de uma oportunidade já permitiu a unificação das OPAs para Saída de Nível e para Cancelamento de Registro. Naquelas oportunidades, até onde se tem notícia, as operações foram concluídas sem reclamação dos minoritários, o que me leva a acreditar que as objeções feitas nas últimas operações têm como fundo não a estrutura das OPAs, mas as suas condições negociais. A organização de minoritários para, no contexto de uma OPA, buscar melhores condições de saída, é saudável. Entendo, contudo, que não compete à CVM impedir a realização de operações que atendam aos requisitos legais e regulamentares. Isto geraria custos adicionais para os ofertantes para conferir a uma minoria um novo instrumento de pressão, que talvez nem sequer os favoreça e que pode ser contrário aos interesses da própria companhia, abrindo brechas no caso concreto para o chamado "abuso de minoria".” (grifos nossos)

bbb) “ademais, as justificativas apresentadas pelos Acionistas Controladores condizem com as manifestações já apresentadas no contexto de outras ofertas públicas de aquisição de ações, com a consequente saída de segmento de listagem da BM&FBOVESPA (e.g. OPA NET, OPA Cremer, OPA BHG S.A., OPA Banco Santander, OPA Brookfield, OPA Banco Industrial e Comercial S.A.), tais como (i) intenção de aumentar a participação acionária da Companhia e, com isso, deixar de cumprir o percentual mínimo de ações em circulação estipulado pelo respectivo segmento de listagem da BM&FBOVESPA; (ii) diminuição de despesas que são desnecessárias face a ausência de planos para captação de recursos no mercado de capitais brasileiro; (iii) a realização da oferta segue o ritual estabelecido no estatuto social da respectiva companhia, bem como observa os regulamentos de listagem da BM&FBOVESPA; (iv) a saída de um segmento de listagem com práticas diferenciadas de governança corporativa para o segmento tradicional não implica, necessariamente, na alteração das cláusulas estatutárias; (v) a oferta é atrativa para todos os acionistas que desejarem aderir à oferta, vez que o preço por ação a ser pago equivale à um valor justo e maior do que o preço atual de negociação; e (vi) trata-se de decisão estratégica de flexibilização da estrutura da companhia. Em virtude disso, o caso em comento não deverá ser tratado de forma diversa, ainda mais sem fundamentação fática”;

ccc) “em conclusão, manifestamos por meio da presente, nosso entendimento de que a realização da Oferta e, conseqüentemente, a Saída do Novo Mercado”:

- (i) “atende aos requisitos legais, bem como observa os procedimentos previstos no estatuto social da Companhia e no Regulamento do Novo Mercado”;
- (ii) “está amparada por uma decisão assemblear validada pelo Ofício 235, a qual tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da Companhia”;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (iii) “é uma prerrogativa que cabe à Companhia e não à CVM decidir sobre sua necessidade (ou não)”;
- (iv) “cumpre com o interesse social da Companhia e respeita os deveres e responsabilidades perante os acionistas minoritários”; e
- (v) “propicia aos acionistas minoritários um evento de liquidez justo”.

Do pedido

- ddd) “pelos motivos acima expostos, vimos por meio desta requerer, respeitosamente, que sejam reconsiderados e reavaliados todos os argumentos e considerações já apresentados em expedientes passados à esta D. CVM, bem como a análise da presente Manifestação sob a ótica do bom ordenamento jurídico”; e
- eee) “alternativamente, caso a área técnica desta D. Comissão não considere os argumentos acima expostos como suficientes para o arquivamento deste processo administrativo, requeremos, respeitosamente, que a presente Manifestação seja interpretada como peça recursal a ser submetida ao Colegiado desta D. Comissão, para que as devidas providências sejam realizadas”.

17. A resposta dos Acionistas Controladores foi acompanhada de parecer elaborado por Marcelo Fernandez Trindade, em que se conclui que (fls. 289-305):

- a) “a saída da Companhia do Novo Mercado observou as regras específicas previstas no Regulamento, inclusive a satisfação do ônus econômico imposto aos Acionistas Controladores – ou seja, a realização de OPA de Saída. Portanto, não há dúvidas quanto à licitude da conduta dos Acionistas Controladores ao proporem e aprovarem a saída da Companhia do Novo Mercado”;
- b) “a atuação dos Acionistas Controladores não configura exercício abusivo do poder de controle, tendo em vista que (i) o Regulamento estabelece como se deve sair do Novo Mercado, e os Acionistas Controladores cumpriram as exigências procedimentais e substanciais ali estabelecidas; (ii) os Acionistas Controladores apresentaram justificativas para a saída da Companhia do Novo Mercado, não cabendo à CVM fazer juízo quanto à conveniência ou oportunidade da decisão negocial; (iii) o ingresso ou a saída de uma companhia de um segmento especial de listagem é matéria indubitavelmente sujeita ao princípio majoritário; e (iv) não há como se falar em contrariedade ao interesse social e a danos ocasionados aos acionistas minoritários da Companhia para os fins de configuração de abuso de poder de controle”;
- c) “assim como não há exercício abusivo do poder de controle, tampouco se pode falar em quebra do novel dever de lealdade por parte dos Controladores, tendo em vista que o interesse tutelado pelo art. 116 não é aquele verificado na esfera individual de cada acionista, mas sim o escopo social comum sobre o qual se fundam as companhias brasileiras – isto é, o cumprimento adequado de seu objeto social com a respectiva lucratividade da companhia, sendo certo que a possibilidade de saída do Novo Mercado consta do próprio estatuto social da Companhia”; e
- d) “a CVM não pode e não deve imiscuir-se nas decisões negociais, nem diretamente nem por meio indireto, através de uma acusação formalmente construída com base em outros elementos; tampouco pode impor sanções pela prática de atos lícitos, ou criar ônus decorrentes de sua



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

prática por meio de atuação posterior, sem previsão legal ou regulamentar de tais ônus; e em nenhuma hipótese, mesmo que se admitisse o cabimento de sua atuação, aplicar a um caso concreto um novo entendimento, que somente poderia prevalecer para os casos futuros, na forma da Lei do Processo Administrativo”.

II. ANÁLISE

II.1. Considerações iniciais

18. O presente processo tem por objeto a análise do recurso tempestivamente interposto pelos Acionistas Controladores contra o disposto no Ofício nº 234/2015/CVM/SEP/GEA-4 (“Ofício nº 234/15”), que foi enviado aos Recorrentes por conta das conclusões contidas no RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº064/2015 (“RA nº 064/15”).

19. Conforme anteriormente relatado, através do referido Ofício, a Superintendência de Relações com Empresas esclareceu, em suma, que, até aquele momento, os diversos argumentos levantados pelos Acionistas Controladores não pareciam, em princípio, demonstrar a necessidade concreta e atual de se promover a saída da DASA do Novo Mercado, ou seja, que esse movimento atenderia a uma legítima finalidade empresarial. Tais considerações, como anteriormente mencionado, decorreram da análise prévia realizada por meio do RA nº 064/15. Assim sendo, foi solicitada a manifestação dos Recorrentes, para fins do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, acerca dos motivos pelos quais entendiam que a decisão de retirar a DASA do Novo Mercado estaria em conformidade com o interesse social da Companhia, bem como atenderia lealmente os interesses de seus acionistas minoritários, à luz do disposto no art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76.

20. Por meio de sua resposta ao supramencionado Ofício, os Acionistas Controladores reforçaram seus argumentos no sentido de que inexistiria qualquer irregularidade em se promover a retirada da Companhia do Novo Mercado, bem como que essa decisão, além de estar em conformidade com o interesse social da DASA, também atenderia aos direitos de seus acionistas minoritários. De todo modo, afirmaram que a deliberação pela saída do Novo Mercado se trata de decisão estritamente negocial, não competindo à CVM, sob pena de extrapolação de seus mandatos legais, imiscuir-se em seu mérito e conveniência, de modo que a análise desta Autarquia deveria centrar-se, apenas, em sua legalidade.

21. Nesse sentido, os Acionistas Controladores solicitam que (i) “(...) sejam reconsiderados e reavaliados todos os argumentos e considerações já apresentados em expedientes passados à esta D. CVM, bem como a análise da presente Manifestação sob a ótica do bom ordenamento jurídico” e (ii) “alternativamente, caso a área técnica desta D. Comissão não considere os argumentos acima expostos como suficientes para o arquivamento deste processo administrativo, requeremos, respeitosamente, que a presente Manifestação seja interpretada como peça recursal a ser submetida ao Colegiado desta D. Comissão, para que as devidas providências sejam realizadas”.

22. Isto posto, a meu ver, ao menos dois pontos principais devem ser enfrentados no presente processo, sendo desnecessário, em princípio, adentrar na análise do mérito dos argumentos apresentados pelos Acionistas Controladores com o fim de refutar o disposto no Ofício nº 234/15. O



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

primeiro ponto diz respeito à possibilidade de a SEP prosseguir em sua apreciação sobre a saída da DASA do Novo Mercado na linha de atuação até agora ensaiada, posto que se trata de argumento relativo à própria competência da CVM; como se percebe, uma resposta negativa a essa indagação levaria, em princípio, ao imediato arquivamento do presente processo. Por sua vez, o segundo ponto visa a responder se cabe a interposição de recurso a um ofício encaminhado pela área técnica da CVM para fins do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08.

II.2. Competência da CVM

23. Inicialmente, vale notar que os Acionistas Controladores, apesar de entenderem que *“não compete a esta D. Comissão questionar se existe ‘necessidade concreta e atual’ de se promover a Saída do Novo Mercado”*, afirmam peremptoriamente, e por diversas vezes, não haver dúvidas de que cabe à CVM *“investigar se os Acionistas Controladores, ao formularem seu voto, o fizerem nos termos do artigo 116, parágrafo único, da Lei das Sociedades por Ações, ou seja, se o voto dos Acionistas Controladores foi exercido com o fim de que a Companhia realize seu objeto e cumpra com seu interesse social”*.

24. Isso, por si só, parece demonstrar, à primeira vista, uma aparente contradição na resposta dos Acionistas Controladores, principalmente ao se considerar que o Ofício nº 234/15 cita justamente o comando legal supramencionado. A respeito disso, vale frisar que os Acionistas Controladores não solicitaram vista do presente processo antes de apresentarem sua resposta àquele ofício, razão pela qual não tiveram acesso ao teor do RA nº 64/15, o que teria sido recomendável, haja vista a complexidade do assunto em questão. Salvo melhor juízo, grande parte das questões levantadas pelos Acionistas Controladores foram previamente endereçadas na referida análise, de modo que este relatório se aterá, por economia, aos principais argumentos ali contidos.

25. Sendo assim, em primeiro lugar, cumpre salientar que, como se sabe, a Lei nº 6.404/76, atenta à realidade brasileira, marcada pela grande concentração acionária, alçou o acionista controlador a um *status* próprio, uma instância de domínio que desborda das próprias reuniões sociais, tendo sido reconhecidos seus poderes para, nos termos do art. 116 da Lei nº 6.404/76, *“dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”*.¹

26. O reconhecimento do acionista controlador como o verdadeiro empresário responsável por direcionar as atividades da companhia, por outro lado, foi atrelado à imposição de deveres que por ele devem ser observados quando de sua atuação. Nesse sentido, o parágrafo único do art. 116 da lei societária brasileira estabelece que *“o acionista controlador deve usar o [seu] poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social (...)”*.

27. Mas, mais do que isso, também se identifica no parágrafo único do art. 116 da Lei nº 6.404/76 a imposição de deveres fiduciários ao acionista controlador em relação aos acionistas minoritários, na medida em que, nos exatos termos do aludido comando legal, o detentor do poder de controle *“tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, (...) cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”*.

¹Em relação ao papel do acionista controlador e suas atribuições, vide, a título de exemplo, o voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no Processo RJ-2005-4069, j. **11.04.2006**.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

28. O legislador de 1976 promoveu, assim, linha conciliatória ao incorporar, em um mesmo diploma legal, características tanto das chamadas teorias contratualistas quanto das teorias institucionalistas, estabelecendo regimes diferenciados em relação aos acionistas minoritários, de um lado, e aos acionistas controladores, de outro.²⁻³

29. Diferentemente do que é estipulado ao acionista minoritário – que deve “*exercer o direito a voto no interesse da companhia*”, nos termos do art. 115 da Lei nº 6.404/76 –, ao acionista controlador impõem-se deveres adicionais, que vão além daqueles impostos aos outros acionistas. Nas palavras do Diretor Marcelo Trindade: “*o acionista controlador (...) está sujeito a uma disciplina especial, pois, além da regra geral do art. 115, aplicável a todos acionistas, está sujeito aos deveres estipulados no art. 116, § único e não deve votar nas hipóteses elencadas no art. 117, §1º. Observado esses limitadores, o acionista controlador pode votar visando interesse próprio*”.⁴

30. Os deveres fiduciários do acionista controlador, diferentemente do que ocorre no caso de administradores, não se encontram pedagogicamente discriminados na Lei nº 6.404/76, mas há doutrina que a eles se refira como uma espécie de dever de lealdade. Apesar disso, não se trata de mera retórica.⁵ Ao contrário, como repisado por diversos autores e também em alguns precedentes da CVM, a disposição acima mencionada estabelece consequências jurídicas concretas, ao estabelecer um verdadeiro padrão para a apreciação do comportamento do acionista controlador.⁶ Aliás, os próprios Recorrentes afirmam que “*devem os acionistas controladores observar o dever de lealdade no exercício do poder-dever do controle societário, sem tomar decisões baseadas nos interesses pessoais em detrimento dos interesses da companhia e dos acionistas minoritários*”.

31. Nesse sentido, frise-se que a SEP, por meio do Ofício nº 234/15, solicitou a manifestação dos Acionistas Controladores justamente sobre a conformidade de sua decisão de retirar a DASA do Novo Mercado frente ao interesse social da Companhia e aos interesses dos acionistas minoritários, à luz do próprio art. 116, parágrafo único da Lei nº 6.404/76. E isso foi feito porque, por meio da análise realizada no RA nº 064/15, chegou-se, de forma preliminar, à conclusão de que as justificativas apresentadas pareciam não ter uma base sólida, tendo também se verificado que, à luz das informações disponíveis até aquele momento, haveria indícios de que o primordial objetivo visado pelos Acionistas Controladores com a retirada da DASA do Novo

²Sobre as diferenças entre as teorias contratualistas e institucionalistas, vide: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.** Malheiros Editores, 1993, pp. 21-53.

³Segundo FRANÇA (Ob. Cit., p. 56): “*Dessa forma, a Lei 6.404 estabeleceu um regime dual (ocupando o direito brasileiro posição singular nessa matéria, como adverte Comparato): ao acionista em geral não compete senão perseguir o interesse da companhia, vale dizer, o interesse comum dos sócios uti socii, visto aqui, portanto, numa perspectiva contratualista, de disciplina dos direitos privados dos acionistas; ao acionista controlador é que compete, com arbitrium boni viri, a tutela dos interesses intra ou extra-empresariais, ou seja, dos interesses dos demais acionistas e investidores, dos trabalhadores, da comunidade e da economia nacional, tutela esta, portanto, vinculada a uma perspectiva institucional da sociedade por ações*”.

⁴PAS CVM nº 12/01, j. **12.01.2006**.

⁵Sobre os deveres fiduciários do acionista controlador vide, a título de exemplo, o voto da Diretora Luciana Dias no Processo CVM nº RJ-2012-1131, j. **26.05.2015**.

⁶Nos exatos termos da Exposição de Motivos do Projeto da Lei nº 6.404/76: “*O principio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa - o que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua*”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Mercado, ao contrário dos diversos objetivos por eles propalados, seria o de possibilitar que os próprios Acionistas Controladores elevassem sua participação no capital social da Companhia para um nível superior ao permitido no Regulamento do Novo Mercado, o qual exige um *free float* de 25%.

32. Registre-se, nessa linha, que o próprio Conselho de Administração da Companhia, por unanimidade de seus membros – sendo que apenas 3 (três) dos 5 (cinco) integrantes desse órgão são considerados independentes para fins do Regulamento do Novo Mercado –, entendeu que “*a saída da DASA do Novo Mercado não parece (...) atender ao melhor interesse da Companhia. Ela pode, com efeito, prejudicar o acesso da DASA ao mercado, representando, ainda, um retrocesso nos avanços de governança realizados nos últimos anos. Seriam afetadas, assim, a atratividade de suas ações, sua liquidez e, conseqüentemente, o valor da Companhia*”.

33. Logo, diante das conclusões a que se chegou através do RA nº 064/15, bem como considerando a manifestação dos membros do Conselho de Administração da Companhia, a SEP optou por aprofundar as suas análises sobre o assunto, requerendo, assim, nova manifestação dos Acionistas Controladores, o que foi feito por meio do Ofício nº 234/15.

34. Assim sendo, em meu juízo, os motivos até aqui apresentados já seriam suficientes para afastar qualquer alegação no sentido de que a SEP ensaia, por meio do Ofício nº 234/15, uma ação em seara que extrapolaria a competência legal da CVM, já que, s.m.j, afigura-se fora de dúvidas que cabe à esta Autarquia averiguar, com a devida contenção que lhe é característica, a atuação dos acionistas controladores das companhias abertas à luz do art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76.

35. De todo modo, do que se infere de sua resposta, o que os Acionistas Controladores buscam argumentar, no caso, é que, considerando que os procedimentos previstos no Regulamento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA estão sendo devidamente cumpridos – o que, frise-se, não se questiona –, não caberia qualquer tipo de indagação por parte da CVM.

36. Salvo melhor juízo, uma tese nesse sentido não mereceria prosperar. Como extensamente exposto ao longo do RA nº 064/15, a premissa utilizada pela BM&FBOVESPA ao formular os segmentos diferenciados de listagem, notadamente o Novo Mercado, foi de que o compromisso com elevados padrões de governança corporativa conduz à redução da percepção de risco por parte dos investidores, influenciando positivamente na valorização e na liquidez das ações.⁷

37. Ao que tudo indica, os objetivos colimados foram devidamente alcançados, posto que estudos confirmam os resultados positivos trazidos pela adesão a esses segmentos, como, por exemplo, a precificação a maior do valor das ações listadas no Novo Mercado.⁸ No mesmo sentido,

⁷“A premissa básica que norteou a criação, em dezembro de 2000, do Novo Mercado, segmento especial de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) destinado a empresas que se comprometem com a adoção de padrões elevados de governança corporativa, foi de que a redução da percepção de risco por parte dos investidores influenciaria positivamente a valorização e a liquidez das ações”. **O Novo Mercado**. SANTANA, Maria Helena. Focus 5 - Novo Mercado and its followers: case studies in corporate governance reform. Publicação original do The World Bank Group, 2006, p. 3). Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/Focus5.pdf>>.

⁸Vide estudo mencionado pela Diretora Ana Noves em seu voto no Processo CVM nº RJ-2012-5652. Disponível em: <http://www.acionista.com.br/governanca/acoes_governanca.html>.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

estudos também apontam que: (i) as regras do Novo Mercado estimulam o percentual de venda em ofertas primárias e, principalmente, o percentual de venda de ações em ofertas secundárias⁹; e (ii) os melhores níveis de governança corporativa: a) facilitam o acesso ao crédito¹⁰; b) interferem no desempenho de uma empresa¹¹; c) influenciam, de forma positiva e significativa, na percepção de confiança do investidor¹²; e, ainda, d) representam um sinal positivo emitido pelas empresas ao mercado de capitais, estimulando a precisão das previsões dos analistas de investimento¹³.

38. Ademais, consoante observa a Petros em sua reclamação, consta do próprio website institucional da Companhia a informação de que “a DASA acredita que a condução de operações dentro de regras claras e transparente **agrega valor a suas ações**, por isso adota diversas práticas adicionais que têm contribuído para a eficiência da gestão da companhia”. (Grifei.) Vale transcrever outros trechos, a título de ilustração:¹⁴

“A Companhia cumpre as boas práticas de governança corporativa e todas as exigências de divulgação de informações impostas pela legislação brasileira. Entendemos que referidas regras e recomendações de boas práticas ampliam os direitos dos acionistas e melhoram a qualidade e transparência das informações usualmente prestadas pelas companhias.”

*“A DASA sempre pautou sua gestão baseada nas boas práticas de Governança Corporativa, pois acredita que estas **possibilitam a profissionalização, a maximização do valor e a perenidade da empresa**, na medida em que garantem que as ações de todos os seus executivos estejam alinhadas ao interesse maior da empresa e de seus acionistas.”*

“A DASA, preocupada em ter práticas diferenciadas de Governança Corporativa e reforçar seu compromisso de transparência e respeito por todos os seus acionistas,

⁹**IPOs no Novo Mercado: Estratégias de Capitalização ou de Saída?** LEX, Aline Carli. Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia. 2007. Disponível em:

<http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?select_action=&co_obra=89001>.

¹⁰**Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais.** CICOGNA, Maria Paula Vieira. Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, da Universidade de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia. 2007.

Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96131/tde-18072007-111955/pt-br.php>>.

¹¹**Desempenho da firma e práticas de governança corporativa: um modelo de equações simultâneas.** MELEGA, Rayani. Dissertação apresentada à Escola de Engenharia de São Carlos na Universidade de São Paulo, com parte dos requisitos para a obtenção do Título de Mestre em Ciências. 2011.

Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/18/18157/tde-21102011-114848/pt-br.php>>.

¹²**Governança corporativa e confiança dos investidores: uma análise no mercado brasileiro.** NAKASONE, Luana Yuri; DALMÁCIO, Flávia Zóboli. 2013.

Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos132013/665.pdf>>.

¹³**Mecanismos de governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: Uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização.** DALMÁCIO, Flávia Zóboli. Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis. 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-17122009-171118/pt-br.php>>.

¹⁴Site institucional da DASA. Disponível em: <<http://www.dasa3.com.br/>>.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

foi a 4ª empresa brasileira a listar suas ações no Novo Mercado da Bovespa no ano de 2004, o mais elevado padrão de Governança Corporativa. (...) A adesão atesta o comprometimento da DASA com elevados padrões de governança e a divulgação de suas informações, assim como de seus controladores, conselheiros e executivos, de forma transparente, concisa e oportuna.”

“As boas práticas de governança corporativa criam mecanismos eficientes para garantir que o comportamento dos executivos responsáveis pela gestão da empresa reflita os interesses de seus acionistas.” (Grifos meus.)

39. Consequentemente, em vista de todos os mencionados benefícios que a adesão a um segmento diferenciado de governança proporciona, a alteração do segmento em que as ações de uma companhia são negociadas não pode ser equiparada, em nenhuma medida, a uma mera decisão gerencial, pois essa deliberação pode acarretar em impactos significativos para a companhia e, principalmente, para os seus acionistas, sobretudo os minoritários.

40. Logo, em que pese a existência de mecanismos previstos no Regulamento para que ocorra a saída do Novo Mercado – o que certamente deve ser levado em conta pelos acionistas no momento de optar investir em determinada companhia listada naquele segmento –, forçoso se faz admitir que os investidores possuem a legítima expectativa de que esse procedimento não seja utilizado ou, ao menos, não seja utilizado sem uma justificativa plausível (ou seja, uma clara finalidade empresarial), tendo em vista a boa-fé que deve permear a conduta dos acionistas controladores e dos administradores de uma companhia aberta.¹⁵

41. Sobre esse assunto, vale notar que a Diretora Ana Novaes, em seu voto ao Processo CVM nº RJ-2012-5652, j. **06.11.2012**, que foi acompanhado por unanimidade pelos demais membros do Colegiado, teceu importantes considerações acerca da saída de níveis diferenciados de governança corporativa. Naquele voto, restou consignado que, no entendimento da referida Diretora,

“tanto o Cancelamento de Registro quanto a Saída de Nível somente podem ser realizados se forem do interesse da companhia. Como se sabe, a Lei 6.404/1976 determina que a atuação dos administradores, acionistas controladores e dos demais acionistas deve sempre se pautar pelo interesse da companhia. A meu ver,

¹⁵Nessa senda, a Diretora Norma Parente, em seu voto no âmbito do Processo CVM nº RJ-2004-5494, j. **16.12.2004**, pontuou o seguinte: *“A vontade pura e simples dos controladores, embora suficiente sob o ponto de vista formal, não deve ser o único elemento a ser considerado na determinação dos rumos da sociedade. Exige-se mais do que isso: a companhia, principalmente a aberta, deve se esforçar para preservar a confiança que nela foi depositada por todos os acionistas, especialmente os minoritários. A boa-fé veda comportamentos que, embora legal ou contratualmente assegurados, não se conformem aos standards e, por isso, configurem o que a doutrina frequentemente chama de exercício inadmissível de direitos. Esta é a lição do Professor Anderson Schreiber, que ainda esclarece o seguinte: ‘A confiança, inserida no amplo movimento de solidarização do direito, vem justamente valorizar a dimensão social do exercício dos direitos, ou seja, o reflexo das condutas individuais sobre terceiros’ (...). Bem se vê, portanto, que a lealdade, a confiança e a boa-fé já não são, no Direito contemporâneo, apenas recomendações de caráter ético, e sim valores passíveis de serem juridicamente defendidos, principalmente no que tange às relações econômicas. Tais valores, genericamente aplicáveis ao ordenamento como um todo, foram transformados, no âmbito da disciplina das sociedades anônimas, em deveres específicos, descritos nos artigos 116, parágrafo único e 155 da Lei 6.404/76. Logo, nada mais natural que os sócios e administradores destas sociedades os observem”.* (Grifos meus.)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

nessa obrigação reside a principal proteção aos minoritários no contexto do Cancelamento de Registro ou de Saída de Nível (...).¹⁶

42. Em seguida, a Diretora Ana Novaes enumerou, a título exemplificativo, hipóteses em que a saída de nível especial de negociação poderia ser, em princípio, do interesse da companhia e de seus acionistas. Veja-se:

“(...) em determinadas circunstâncias a Saída de Nível diferenciado pode ser uma medida do interesse da companhia e de seus acionistas. Por exemplo, uma companhia que atua em um setor regulado em que há limitação da participação de estrangeiros pode ter necessidade de emitir ações preferenciais (não admitidas nas companhias listadas no Novo Mercado) para acomodar o investimento estratégico de um parceiro estrangeiro. Entendo, também, que a saída do nível diferenciado pode ser uma medida legítima em determinadas situações em que a companhia fique, por razões alheias à sua vontade, impossibilitada de cumprir com os requisitos estabelecidos naquele segmento de listagem.

43. Mas a referida Diretora vai além e, em trecho posterior, registra que, em seu parecer, não apenas a decisão pela saída de um segmento diferenciado de governança corporativa deve ser pautada pelo interesse da companhia, mas também a escolha pelo nível em que as ações passarão a ser negociadas, diante de seu impacto em relação aos acionistas minoritários, conforme abaixo colacionado:

“Considero importante destacar que o interesse social deverá não só determinar se há justificativa para a Saída do Nível como também pautar a decisão sobre o segmento em que as ações da companhia passarão a ser negociadas após a saída do segmento original. Assumindo que se trata de uma oferta visando unicamente à Saída de Nível, as ações passarão a ser listadas em outro segmento diferenciado, no segmento tradicional ou no mercado de balcão? Considerando os impactos dessa decisão para os minoritários, entendo que o acionista controlador e os administradores têm o dever de procurar a forma que atender o interesse social que seja menos prejudicial aos demais acionistas. No exemplo que dei acima, em

¹⁶Ressalta-se que Fábio Konder Comparato já teve a oportunidade de escrever parecer relativo à questão do interesse social em operações de fechamento voluntário de capital. Sobre o assunto, o referido Professor, analisando as legislações estaduais americanas e as diretrizes emanadas pela *American Bar Association*, assim se manifestou: “A inteira lisura da operação [de fechamento de capital] é requisito que se vincula ao dever fundamental de todo controlador de agir de boa-fé, sem lesar os interesses dos demais acionistas. Esse dever jurídico, como sabido, é assimilado pelo direito norte-americano a uma posição análoga à de um trustee ou gestor do patrimônio alheio (fiduciary duty). (...) Ademais, a licitude de uma operação de going private, perante as legislações estaduais, implica a demonstração, pelo controlador, de que tudo foi decidido em função do interesse social, e na das vantagens pessoais de alguns acionistas. Para tanto, o controlador tem sempre o ônus de demonstrar que o fechamento da companhia perseguiu uma finalidade empresarial (business purpose)” (**Cancelamento voluntário de registro de companhia aberta. Aquisição de ações do próprio capital e abuso de controle**. In: Direito Empresarial: Estudos e Pareceres. São Paulo: Editora Saraiva, 1990, p. 105). E, trazendo essas considerações para a realidade brasileira, completa: “A ideia geral que domina a Instrução n. 3, de 17-8-1978, é a da proteção aos não controladores da companhia que se pretende retirar do mercado de capitais. E essa proteção funda-se na necessidade de se obter a concordância desses acionistas para o cancelamento do registro. Não se exige, evidentemente, o acordo unânime do corpo acionário; mas busca-se atingir o mais amplo consenso. Partiu-se do princípio de que o consentimento majoritário, no seio dos não-controladores, faz presumir a coincidência da medida proposta com o interesse geral do corpo acionário”. (**Cancelamento voluntário de registro de companhia aberta. Aquisição de ações do próprio capital e abuso de controle**. In: Direito Empresarial: Estudos e Pareceres. São Paulo: Editora Saraiva, 1990, p. 109).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que a decisão de sair do Novo Mercado é justificada pela necessidade de emitir ações preferenciais, a companhia poderia listar as suas ações no Nível 2”.

44. Depreende-se, da leitura dos excertos acima transcritos, que a Diretora Ana Novaes, em seu voto, demonstra grande preocupação com a alteração entre segmentos diferenciados de governança corporativa, na medida em que essa decisão afeta diretamente a companhia e seus acionistas, notadamente os minoritários, que aceitam investir em uma determinada empresa na confiança de que ela e seu respectivo controlador estão comprometidos com práticas que têm o potencial de gerar valor para a própria companhia e, conseqüentemente, aos seus investidores.

45. Sendo assim, em meu juízo – e, a meu ver, também em linha com o exposto no voto da Diretora Ana Novaes –, para que a decisão pela saída de um segmento diferenciado de governança esteja em conformidade com o interesse social e com as expectativas dos acionistas minoritários, devem existir motivos concretos e palpáveis que sustentem essa decisão, não apenas meras conjecturas. Ressalta-se, inclusive, que a referida Diretora, em relação ao último exemplo por ela apresentado que, em tese, justificaria a saída de um segmento diferenciado de governança – qual seja, a impossibilidade de cumprimento das regras do segmento por razões alheias à vontade da companhia –, salienta, em nota de rodapé, que *“a companhia não pode se desenquadrar para criar uma desculpa para interesse social”*.

46. Por óbvio, não compete à CVM se substituir ao acionista controlador e, como se empresária fosse, apontar quais seriam as melhores decisões para o futuro de uma companhia aberta. Também não se refuta, no presente processo, que cabe apenas e tão somente aos acionistas controladores a definição da estratégia empresarial da companhia, já que, nas palavras de Fábio Konder Comparato, *“não há dúvida de que o poder de apreciação e decisão sobre a oportunidade e a conveniência do exercício da atividade empresarial, em cada situação conjuntural, cabe ao titular do poder de controle, e só a ele”*.¹⁷

47. Entretanto, não se pode esquecer que, em muitos casos, sob a alegação de atuação em direção ao alcance do interesse social, os controladores cometem abusos, visando à satisfação de seus próprios interesses, acarretando prejuízos à companhia e, reflexamente, aos acionistas minoritários. Como também salienta o Professor Comparato, *“frequentemente, (...) sob a invocação de interesses superiores da sociedade (análoga à invocação da razão de Estado na esfera política), o que ocorre, na verdade, é o sacrifício dos não-controladores ao capricho ou interesse pessoal dos controladores; ou a interesses que não são, propriamente, os da sociedade em questão, e sim do grupo econômico mais vasto no qual se insere”*.¹⁸

48. Foi essa percepção, inclusive, que levou à instituição de freios diferenciados ao exercício do direito de voto do acionista detentor da maioria das ações, como anteriormente adiantado. Por sua capacidade de influir na esfera dos outros sócios, a lei societária impõe ao acionista controlador deveres fiduciários para com os demais investidores, de modo que o exercício do seu poder de controle só é legítimo se e enquanto persegue o interesse social e, ainda, atende e respeita lealmente os direitos e interesses dos acionistas minoritários.

¹⁷O poder de controle na sociedade anônima, 4ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 387.

¹⁸Ob. Cit, p. 387.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

49. Do mesmo modo, as próprias regras do Novo Mercado, por sua vez, também foram estabelecidas justamente no intuito de fortalecer a proteção dos acionistas minoritários em relação aos controladores, com a instituição de regras mais amplas de transparência e princípios de boas práticas de governança corporativa.¹⁹

50. Portanto, entender que somente competiria à CVM averiguar se os Acionistas Controladores estão ou não seguindo o rito procedimental previsto no Regulamento do Novo Mercado, sem que pudesse ser feito qualquer questionamento sobre a legitimidade dessa decisão, suas justificativas, sobre seu processo decisório, e, principalmente, sobre a conformidade dessa decisão ao que expressamente estipula o art. 116, parágrafo único, da lei societária, equivaleria, em meu juízo, a equiparar a atuação desta Autarquia a um mero cartório, em que se avaliariam apenas os critérios puramente formais de uma deliberação.

51. Salvo melhor juízo, um entendimento nessa linha esvaziaria a atribuição da CVM de, nos termos da Lei nº 6.385/76, “*proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas*” (art. 4ª, inciso IV, alínea b); além, é claro, de não se coadunar, em nenhuma medida, com o conteúdo do mencionado voto da Diretora Ana Novaes, o qual, importa novamente mencionar, foi acompanhado por unanimidade pelos demais membros do Colegiado.

52. Em razão de todo o exposto, em meu entendimento, **não haveria que se falar em ausência de competência da CVM para investigar se a decisão dos Acionistas Controladores de retirar a DASA do Novo Mercado atende aos deveres dispostos no art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.385/76** – o que deve ser feito, obviamente, com a devida parcimônia demandada por análises dessa espécie.

II.3. Cabimento do recurso

53. Conforme anteriormente adiantado, os Acionistas Controladores requerem que a SEP, caso não considere que os argumentos por eles apresentados em sua resposta ao Ofício nº 234/15 são capazes de levar ao arquivamento do presente processo, confira àquele expediente o tratamento de recurso.

54. No âmbito da CVM, o procedimento aplicável aos pedidos de recursos é regulado por meio da Deliberação CVM nº 463/03. Dispõe o item I da referida deliberação que caberá recurso ao Colegiado das decisões proferidas pelos Superintendentes da CVM, no prazo de 15 dias, contados de sua ciência pelo interessado. Por sua vez, o item X do mesmo diploma esclarece que o rito ali previsto também se faz aplicável às opiniões, manifestações de entendimentos e pareceres das áreas técnicas da CVM, nos quais poderá ser requerido o exame da questão pelo Colegiado.

55. Entretanto, em que pese o disposto na Deliberação CVM nº 463/03, em meu entendimento, **não haveria que se falar, em princípio, no cabimento de interposição de recurso contra ofício enviado para fins de obtenção da manifestação prevista no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, pelos motivos a seguir expostos.**

¹⁹De acordo com Maria Helena Santana: “A BOVESPA considerou que a percepção de menor risco ocorreria graças a direitos e garantias adicionais concedidos aos acionistas e a uma redução na assimetria de informações entre controladores /administradores das empresas e participantes do mercado” (Ob. Cit., p. 3).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

56. Como se sabe, durante o procedimento persecutório realizado pelas Superintendências da CVM não há qualquer acusação formulada a nenhum dos agentes eventualmente investigados. Ao revés, a principal finalidade da investigação levada a cabo pelas áreas técnicas desta Autarquia consiste na apuração de fatos que configurem potenciais violações às normas aplicáveis e a respectiva autoria, servindo de base para a adoção dos procedimentos eventualmente cabíveis.

57. Em outras palavras: é justamente através do procedimento de investigação, por meio do uso de expedientes como a requisição de manifestação dos envolvidos, que as áreas técnicas formam o seu juízo sobre os fatos apurados, o que eventualmente poderá culminar na instauração de um processo administrativo sancionador no caso de a respectiva Superintendência entender que há suficientes elementos de autoria e materialidade que justifiquem a sua atuação.

58. Com a finalidade de assegurar e viabilizar o próprio exercício do poder de polícia por parte da CVM, a Deliberação CVM nº 538/08, em seu art. 11, comina às Superintendências desta Autarquia e à Procuradoria Federal Especializada o poder-dever de realizar diligências, antes da formulação de acusação, visando à obtenção da manifestação prévia do investigado sobre os fatos descritos no relatório de análise ou no termo de acusação.

59. Trata-se, assim, de importante mecanismo que pode e deve ser utilizado pelas áreas técnicas durante o procedimento de investigação, sendo que seu primordial objetivo não é conferir uma oportunidade de defesa prévia ao agente, mas sim *“dar suporte à formação da convicção da área técnica quanto à materialidade e à autoria das infrações e auxiliar na boa instrução do processo, durante a etapa investigativa de que trata o art. 9º, §2º, da Lei nº 6.385, de 7.12.1976”*.²⁰

60. Entretanto, a não observância do disposto no art. 11 da Deliberação nº 538/08 não tem o condão de gerar qualquer nulidade processual. Isso porque, conforme destacado pelo Diretor-Relator Roberto Tadeu no PAS CVM nº 01/2009, j. em **02.06.2015**, cujo voto foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado, *“o processo investigativo, por sua própria natureza, é dinâmico e avança a partir da realização dos diversos atos de apuração, tais como diligências e tomadas de depoimentos. Assim, durante esse processo, os investigados são inquiridos acerca dos fatos objeto de investigação e novos elementos vão surgindo na medida em que o processo avança, de sorte que é impossível prever com antecedência todas as possibilidades acusatórias”*.

61. Em razão do dinamismo inerente à atividade investigativa, torna-se difícil a ritualização do procedimento realizado pelas áreas técnicas da CVM, os atos normativos internos da CVM passaram a conferir às Superintendências autonomia para a realização das providências que entendam ser necessárias à elucidação dos fatos, como a requisição de manifestações dos agentes envolvidos, restringindo, assim, a atuação do Colegiado nessa esfera.

62. Por essa razão, em meu parecer, o principal motivo para que se entenda que inexistente a possibilidade de interposição de recurso contra ofício enviado para fins de obtenção de manifestação prévia de agentes investigados diz respeito à repartição das funções acusatória e julgadora entre as Superintendências da CVM e o Colegiado da Autarquia, a qual foi instituída a partir da Deliberação CVM nº 457/02 e posteriormente reforçada pela Deliberação CVM nº 538/08.

²⁰ Voto proferido pelo Diretor Otávio Yazbek no PAS CVM nº RJ2006/8572, j. **16.03.2010**.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

63. Acerca desse assunto, cabe fazer referência ao recurso apreciado pelo Colegiado da CVM no âmbito dos Processos CVM nº SP-2011-302 e SP-2011-303, ambos julgados em **24.06.2014**. Por meio do referido recurso, buscava-se, no Colegiado, a reversão do entendimento da SEP no sentido de que não caberia a instauração de processo administrativo sancionador para apurar eventuais responsabilidades decorrentes das reclamações que haviam ensejado a instauração dos citados processos administrativos.

64. Em seu voto, acompanhado por unanimidade pelos demais integrantes do Colegiado, a Diretora-Relatora Luciana Dias teceu relevantes comentários, a meu ver aplicáveis ao caso concreto, sobre os limites da atuação do Colegiado da CVM na função acusatória, cabendo transcrever os seguintes principais trechos:

“5. Até 2002, a instauração de inquérito administrativo na CVM dependia de aprovação, pelo Colegiado, de proposta submetida por um dos seus membros ou por qualquer Superintendente. Quando dessa aprovação, o Colegiado também designava os responsáveis pela instrução do inquérito, e, diante do relatório apresentado, poderia: (i) determinar a realização de diligências; (ii) arquivar o caso; ou (iii) concluir pelo cabimento ou não de responsabilização, intimando o acusado para apresentação de defesa ou excluindo-o do processo. Decorrido o prazo para o contraditório, o Colegiado procedia com o julgamento.

6. A partir de 2000, por força da Resolução CMN nº 2.785, diante de elementos suficientes de autoria e materialidade da infração, tornou-se possível a formulação de termos de acusação pelas Superintendências, independentemente da instituição de Comissões de Inquérito. Assim, além das prerrogativas descritas no parágrafo anterior, o Colegiado passou a aprovar referidos termos de acusação.

7. Até 2002, portanto, o Colegiado exercia papel relevante tanto na função acusatória da CVM, quanto em sua função julgadora.

8. Em 2002, com a edição da Deliberação CVM nº 457, houve uma evolução importante em relação à delimitação das competências do Colegiado na função acusatória desempenhada pela CVM. Referida norma atribuiu autonomia às Superintendências e às Comissões de Inquérito para o exercício das funções acusatórias.

9. Ao mesmo tempo em que deram maior eficiência para a condução das atividades da Autarquia, as alterações realizadas em 2002 aperfeiçoaram o próprio sistema punitivo da CVM, evitando que o Colegiado fosse instado a se manifestar e formular acusações sobre casos que posteriormente seriam levados ao seu próprio julgamento. Desta forma, buscava-se inibir quaisquer potenciais conflitos que poderiam decorrer dessa cumulação de funções.

10. A reforma de 2002, portanto, teve como um dos principais objetivos a segregação de funções acusatória e julgadora porque se entendeu à época (entendimento com o qual eu concordo) que este era um desenho institucional mais adequado a cumprir com os princípios inerentes aos processos administrativos sancionadores, em especial, o da independência dos julgadores. Assim, nos termos da reforma, às áreas técnicas coube o desempenho da função acusatória e, ao Colegiado, o exercício da função julgadora.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

11. Essa evolução na estrutura e distribuição de competências no âmbito da CVM foi reafirmada na edição da Deliberação nº 538, de 2008, que é a norma em vigor sobre os processos administrativos sancionadores”.

65. Diante desse cenário de repartição das funções acusatória e julgadora entre as áreas técnicas e o Colegiado da CVM, a Diretora-Relatora votou pelo não conhecimento do recurso apresentado, *“justamente em função dos esforços da CVM previamente mencionados, no sentido de privar o Colegiado da interferência na função acusatória da CVM e preservar sua independência e a segregação de funções entre os diferentes órgãos da Autarquia”*. Além disso, também restou consignado que, no entendimento da referida Diretora, *“o Colegiado da CVM não te[ria] competência para deliberar sobre o pedido formulado pelos Reclamantes”*.

66. A independência de atuação das áreas técnicas da CVM na função acusatória também foi enfrentada no PAS CVM nº RJ-2013-6635, j. em **26.05.2015**, e no Processo CVM nº RJ-2014-4458, j. em **22.05.2015**. Em ambos, questionou-se a decisão da SEP de não incluir certos investigados no rol de acusados em processos administrativos sancionadores instaurados em decorrência de reclamações formuladas perante a CVM. Novamente, o Colegiado da Autarquia reafirmou sua ausência de competência para adentrar na estratégia da acusação realizada pela SEP²¹.

67. Vale transcrever os seguintes excertos do voto da Diretora-Relatora Luciana Dias no PAS CVM nº RJ-2013-6635, o qual foi acompanhado pela unanimidade dos demais membros do Colegiado:

“8. Assim como o Reclamante, eu, se esse fosse o meu papel, teria dúvidas sobre algumas das estratégias adotadas pela Acusação. Por exemplo, como tratarei adiante neste voto, acredito que muitas das divisões e distinções teóricas feitas pela SEP, embora fundamentadas em respeitada doutrina, podem ser de difícil aplicação diante de situações fáticas, que são sempre multifacetadas.

9. Além disso, definitivamente discordo do tratamento dado ao BNDES e à BNDESPAR pela Acusação e tenho dificuldade de entender o raciocínio adotado para escusá-los neste processo, ainda mais quando as mesmas entidades foram acusadas no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2012.

10. Entretanto, as questões trazidas pelo Reclamante foram enfrentadas pela Acusação, que expôs por que, em seu entender, a inclusão de outros acusados ou acusações não se justificaria e consubstanciou na peça acusatória a decisão de como tratá-los. Assim, acredito que a escolha de prosseguir com irregularidades mais bem fundamentadas e preferir teses mais difíceis tenha sido uma estratégia acusatória consciente, refletida e legítima.

11. Como já tive a oportunidade de me manifestar, não cabe ao Colegiado da CVM, como instância julgadora, reformular a lógica acusatória. Em 2002, por meio de uma reforma nas regras que tratam de procedimentos sancionadores da CVM, introduziu-se nesta Autarquia uma saudável segregação das funções

²¹Cabe mencionar que no Processo CVM nº RJ-2014-4458 o Colegiado, seguindo o voto do Diretor-Relator Roberto Tadeu, deliberou que a questão deveria ser reavaliada pela SEP diante das considerações feitas pelo Diretor-Relator a título de recomendação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

acusatória e julgadora, de modo a melhor cumprir com os princípios inerentes aos processos administrativos sancionadores, em especial, com o princípio da independência dos julgadores.

12. Nos termos dessa reforma, coube às áreas técnicas o desempenho da função acusatória e, ao Colegiado, o exercício da função julgadora. Obviamente, sempre é possível que o relator devolva os autos à Superintendência que houver formulado a acusação, seja para suprir irregularidades, caso a peça acusatória não tenha observado o disposto no art. 6º, ou no art. 11, da Deliberação CVM nº 538, de 2008, seja para dar aos fatos definição jurídica diversa da que constar da peça acusatória.

13. Mas, no presente contexto, não acredito que as discordâncias que o Reclamante tem ou mesmo os meus incômodos em relação à peça acusatória possam ser considerados irregularidades para fins dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538, de 2008, ou ainda uma definição jurídica inadequada dos fatos narrados. Tampouco são questões que tenham passado despercebidas pela Acusação. Ao contrário, a peça acusatória as enfrenta e refuta. Por isso, entendo que cabe tanto a mim, como relatora, quanto ao Reclamante, respeitar a lógica e a estratégia adotada pela Acusação.

14. Por essas razões, indefiro os pedidos do Reclamante”.

68. Verifica-se, portanto, que em mais de uma oportunidade o Colegiado da CVM decidiu pelo não conhecimento de recursos que tinham por precípua finalidade questionar a estratégia acusatória das áreas técnicas, assim valorizando a autonomia das Superintendências e, principalmente, a segregação de funções prevista na Deliberação CVM nº 538/08.

69. Sendo assim, em meu entendimento, a admissão de recurso contra ofício enviado para fins do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08 iria de encontro à constantemente reafirmada independência de atuação, em sede de investigação e acusação, das Superintendências da CVM, sendo igualmente conflitante com o empenho da Autarquia de refinar sua atividade julgadora. Isso porque, em última análise, o Colegiado seria instado a se manifestar, em momento a meu ver impróprio, a respeito de fatos sobre os quais eventualmente terá que se debruçar em um possível futuro julgamento. E, ainda, pode-se vislumbrar que o Colegiado poderia vir a ser sobrecarregado, de forma indevida, com recursos dessa natureza, dificultando sua atuação e o regular funcionamento da CVM.

70. Para além desses motivos, a admissão de interposição de um recurso contra teor de ofício enviado justamente para atender uma exigência da Deliberação CVM nº 538/08, em meu juízo, também importaria em inconveniente cerceamento na atuação das áreas técnicas da CVM, na sua qualidade de órgão de instrução e de acusação, na medida em que, considerando que a Deliberação CVM nº 463/03 prevê prazo para a apreciação do teor da peça recursal por parte do Superintendente, ao se admitir o cabimento de recurso em casos como o ora em tela estar-se-ia estabelecendo, de forma indireta, um reduzido e desarrazoado limite temporal para a formação da convicção definitiva por parte da respectiva área técnica.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III. CONCLUSÃO

71. Em função de todo o exposto, entendo que:

- a) não haveria que se falar que a SEP, por meio do Ofício nº 234/15, solicita manifestação sobre assuntos que estariam fora da competência da CVM, inexistindo impedimento para que esta Superintendência continue a analisar o caso concreto diante do disposto no art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76, ou mesmo à luz de outros dispositivos legais que se façam aplicáveis; e
- b) não cabe a interposição de recurso contra ofício enviado para fins de obtenção da manifestação prevista no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, cabendo à SEP analisar os argumentos trazidos pelos Acionistas Controladores no rito ordinário de procedimento investigativo, e não em sede recursal.

72. Sem prejuízo do acima exposto, cumpre salientar que, a meu ver, o não cabimento de recurso em relação aos ofícios encaminhados para fins do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, conforme anteriormente defendido, não afasta a possibilidade, no caso concreto, de o Colegiado se manifestar, a título de recomendação, sobre a conclusão contida no item “a” do parágrafo anterior, na medida em que se trata de questão preliminar que, em última instância, poderá levar ao imediato arquivamento do presente processo.

Isto posto, tendo em vista não existir previsão na Deliberação CVM nº 463/03 para que a SEP não recepcione o presente recurso de ofício, **sugiro** o envio do presente processo à SGE, para encaminhamento ao Colegiado para deliberação, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03.

Atenciosamente,

RAFAEL VIEIRA DE ANDRADE DE SÁ
Assistente – GEA-4

De acordo.

À SEP,

RAFAEL DA CRUZ PEIXOTO
Gerente de Acompanhamento de Empresas – 4
Em exercício

De acordo.

À SGE,

FERNANDO SOARES VIEIRA
Superintendente de Relações com Empresas