



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº SP2015/0208

Reg. Col. 9774/2015

Recorrente: Bruno Alencar

Recorrida: Itaituba Indústria de Cimentos do Pará S.A.

Assunto: Recurso de acionista contra indeferimento de pedido de fornecimento de cópia integral de lista de acionistas, com base no art. 100 § 1º da Lei nº 6.404, de 1976.

Diretor Relator: Henrique Balduino Machado Moreira

Manifestação de Voto

1. Apresento esta manifestação de voto por duas razões. Primeiro, por divergir da conclusão do Diretor Relator, Henrique Machado. Segundo, porque, embora concorde com a conclusão do Diretor Gustavo Borba, os fundamentos de meu entendimento não são totalmente coincidentes com aqueles expostos pelo referido Diretor em sua manifestação de voto. Caso me alinhasse com um ou com outro em fundamentos e conclusão, não haveria razão para me manifestar nesta oportunidade.
2. Entendo, antes de mais nada, que a análise deste caso não pode ser feita sem que se considere, em medida adequada, o fato de que a Itaituba Indústria de Cimentos do Pará S.A. (“Companhia”) é sociedade beneficiária de recursos oriundos de incentivos fiscais – uma “companhia incentivada”, para usar a nomenclatura consagrada – sujeita, portanto, ao regime do Decreto-Lei nº 2.298/86 e à Instrução CVM nº 265/97¹.
3. Resulta disso que, por se tratar de companhia incentivada, ainda que não acesse o mercado de capitais para financiar suas atividades, na medida em que a tais sociedades não cabe o registro necessário para distribuição pública de valores mobiliários², a Companhia se sujeita a um regime jurídico que lhe impõe a obrigação de registro específico perante a CVM, do que decorre uma série de deveres informacionais cujo cumprimento é aferido pela autarquia.
4. Percebe-se, sem esforço, que se está a tratar de uma anomalia regulatória, consistente na sujeição de uma companhia não vocacionada ao financiamento pela via do mercado de capitais – ou, ao menos, não declaradamente interessada – à autoridade responsável pelo monitoramento de tal mercado.
5. O incentivo em questão é, como sabido, de natureza fiscal. Não é, portanto, concedido pela Comissão de Valores Mobiliários, como nem poderia ser. Se há interesse em monitoramento oficial de

¹ Posteriormente alterada pelas Instruções CVM nº 311/99 e 556/15.

² Vide art. 33 da Instrução CVM nº 265/97.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

companhias incentivadas, o que é natural e desejável, é no mínimo questionável que a autoridade mais adequada para exercer tal fiscalização seja a CVM. Por óbvio, o atendimento das obrigações previstas na ICVM 265/97 resulta na transparência das informações relevantes relacionadas às companhias incentivadas.

6. Outro subproduto da regulação das companhias incentivadas que seria, em tese, interessante, é a obrigação que têm tais companhias de requerer a admissão à negociação de seus valores mobiliários em entidade autorreguladora autorizada a funcionar pela CVM³. Entretanto, a listagem forçada de valores mobiliários de uma companhia em mercado de bolsa ou balcão não tem, como mostra a experiência, o condão de agregar volume ao mercado.

7. Muito pelo contrário. O que se vê, isso sim, é a criação de custo regulatório às companhias que usufruem de incentivos fiscais e o aumento das atribuições da CVM sem que se produza a esperada contrapartida de interesse público, qual seja, o desenvolvimento do mercado com a inserção de mais companhias emissoras.

8. Nesse tocante cabe mencionar que, apesar de atualmente existirem 51 companhias incentivadas com registro ativo nesta Autarquia, apenas 37 dessas companhias integram o segmento específico de listagem da B3 para empresas incentivadas⁴. Aliás, na prática, apesar de tais companhias estarem inseridas no ambiente de bolsa, conforme exigido pela regulamentação em vigor, as normas de listagem aplicáveis ao segmento não lhes permitem realizar operações contínuas⁵. E de outra forma não poderia ser, dado que sociedades incentivadas não têm a estrutura necessária à operacionalização de negociações na B3.

9. Poderia se argumentar ainda que, uma vez sujeitas ao regime informacional da ICVM 265/97, as companhias incentivadas, beneficiárias de favor estatal, tornam-se mais transparentes e, portanto, menos expostas aos riscos de práticas de gestão questionáveis. Isso não se discute.

10. Ocorre que o resultado, infelizmente, não foi o pretendido. Como sói acontecer quando se procura forçar o desenvolvimento do mercado com estratégias sem maiores considerações além do curto prazo, o que se viu foi a imposição, a uma enorme quantidade de companhias, de um regime informacional oneroso, típico de companhias que pretendem acessar o mercado de capitais para arrecadar recursos e financiar suas atividades. Isso não serviu para tornar seus valores mobiliários parte efetiva das opções consideradas pelos investidores.

11. A corroborar o que se afirma acima, verificou-se ao longo dos anos que as companhias incentivadas não se adaptaram às exigências informacionais impostas pela regulação, resultando na necessidade de um acompanhamento próximo por parte desta Autarquia. Nesse contexto, foi editado

³ ICVM 265/97, art. 16.

⁴ Informação obtida no site da B3 acessado em 16 de outubro de 2017. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm

⁵ Vide item 3.7.2 do Manual do Emissor da B3, de 20 de setembro de 2017: “Os valores mobiliários emitidos por Emissor caracterizado como sociedade beneficiária de recursos oriundos de incentivos fiscais poderão ser negociados apenas por meio de leilões, não sendo admitida a sua negociação contínua.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

normativo específico para tratar sobre o cancelamento de ofício e a suspensão do registro de companhias incentivadas, a Instrução CVM nº 427/06, alterada em 2015.

12. Conforme consta do Edital de Audiência Pública nº 10/2005, tal normativo teve por finalidade permitir um acompanhamento mais eficiente das companhias incentivadas pela CVM, por meio do cancelamento, de ofício, das companhias que se enquadrem em determinadas situações⁶ e a suspensão, também de ofício, daquelas que estejam há mais de 12 meses⁷ sem prestar informações à CVM.

13. Cabe notar que, até a edição da ICVM 427, a CVM mantinha em seu cadastro e assim terminava por fiscalizar inclusive as companhias que, a despeito de sua obrigação legal de registro como companhia incentivada perante a CVM, não tinham adotado as providências necessárias para a obtenção de tal registro⁸. À época da audiência pública, de um total de mais de 2.400 companhias beneficiárias de recursos de incentivos fiscais, apenas cerca de 1.500 haviam se registrado na CVM.

14. A tabela abaixo⁹, contendo dados mantidos pela SEP, revela como, de fato, tais companhias não têm vocação para serem reguladas pela CVM e, ademais, como a entrada em vigor da ICVM 427 em 2006 teve um efeito positivo para a regulação:

Ano	Cias com registro ativo em 31.12	Registros Concedidos	Suspensões de registro realizadas*	Cancelamentos de registros realizados
2000	1521	17	0	33
2001	1497	10	0	34
2002	1483	10	0	23
2003	1465	10	0	29
2004	1441	7	0	31
2005	1410	13	0	44
2006	1379	10	0	41
2007	282	16	1077	37
2008	274	13	0	297
2009	228	13	51	30

⁶ Aquelas previstas nos incisos I a IV da Instrução, quais sejam: “I - extinção da companhia, verificada pela baixa no Registro Público de Empresas Mercantis ou por informação prestada pelos Bancos Operadores administradores dos Fundos de Investimentos Regionais; II - cancelamento de inscrição no Registro Público de Empresas Mercantis, em virtude de haver sido a companhia considerada inativa pela Junta Comercial competente; III - baixa, pela Secretaria da Receita Federal, da inscrição da companhia no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas - CNPJ; e IV - suspensão de registro de companhia incentivada na Comissão de Valores Mobiliários por prazo superior a 12 (doze) meses.”

⁷ Tal prazo foi incluído pela Instrução CVM nº 556, de 22 de janeiro de 2015. Inicialmente, a norma previa que a suspensão estava condicionada à companhia incentivada estar há mais de 3 anos em atraso com a obrigação de prestar informações à CVM.

⁸ Buscando tratar deste ponto, o art. 4º da ICVM 427 passou a dispor: “A companhia que, a despeito da sua obrigação de registro como companhia incentivada imposta pela legislação, não tiver adotado as providências necessárias para a obtenção desse registro no prazo de até 10 (dez) anos de sua inclusão no cadastro de companhias incentivadas da CVM, será excluída desse cadastro.”

⁹ Cabe destacar as seguintes ressalvas quanto aos dados da tabela: (i) os números de registros concedidos e cancelados incluem registros simplificados (art.2º, §5º da Instrução CVM nº 265/97), tendo em vista que o Sistema de Cadastro da CVM não separa os registros comuns dos simplificados quando expede relatórios; (ii) os números de cancelamentos de registro incluem aqueles realizados voluntariamente (por meio de OPA) e aqueles efetuados de ofício pela SEP, também por impossibilidade de o Sistema de Cadastro da CVM gerar relatórios com tais quantidades separadas; e (iii) as suspensões de registro e cancelamentos de ofício de registros de companhias incentivadas somente se tornaram possíveis com a entrada em vigor da Instrução CVM nº 427/06, de modo que os cancelamentos existentes antes da referida instrução são apenas aqueles voluntários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2010	124	9	106	40
2011	110	12	21	41
2012	106	28	21	903
2013	107	26	8	35
2014	103	25	12	28
2015	95	24	15	28
2016	66	31	33	44
2017 (até 16.10)	51	14	19	39

15. Feitas as observações acima, também importa considerar, no âmbito desta Manifestação de Voto, o objetivo do Recorrente ao pedir acesso às informações constantes do Livro de Registro de Ações Nominativas da Companhia, que era o de verificar o interesse de outros acionistas em comprar suas ações, conforme informado pela própria Companhia em manifestação apresentada à SOI¹⁰.

16. Em seus esforços de venda de suas ações, o Recorrente informou ter contatado corretoras, as quais lhe responderam afirmando não ser possível a venda de suas ações por meio de leilão¹¹.

17. Uma vez que a Companhia não pretendia, ao que parece, adotar nenhuma medida junto ao mercado que pudesse alterar a situação de ausência de liquidez, o Recorrente não teria saída.

18. O cenário, portanto, é claramente excepcional, por se tratar de companhia incentivada que não apenas não apresentava liquidez, mas que não tinha nenhuma pretensão em tal sentido. E o Recorrente, em seus esforços de negociação de sua participação, procurou outros caminhos, por meio de corretoras, infelizmente em vão.

19. A observação acima deve ser considerada em conjunto com o esclarecimento constante do parágrafo 18 do Memorando nº 83/2015-CVM/SEP, abaixo transcrito na íntegra:

“18. Ressaltamos que as ações emitidas pela ITAITUBA INDUSTRIA DE CIMENTOS DO PARA S.A. não são passíveis de negociação em bolsa de valores, restando aos acionistas que adquiriram valores mobiliários desta companhia a negociação em leilões, conforme item 3.8.2 do Manual do Emissor da BM&FBOVESPA, onde a companhia possui listagem, ou através de negociações privadas.”

20. Do acima exposto, percebe-se que a situação do acionista da Companhia que pretendesse negociar suas ações não era confortável. O leilão, segundo informado pelas corretoras, não seria uma possibilidade no caso, restando, portanto, a opção de negociação privada de ações, a qual dependeria de o acionista encontrar diretamente um potencial interessado em adquirir seus ativos.

21. A informação solicitada, portanto, tinha justificativa inegavelmente relacionada a hipótese prevista no art. 100, § 1º da Lei das S.A., tendo em vista que embasada em esclarecimento de situação de interesse pessoal feito por acionista. A legitimidade de tal interesse não parece questionável, como inclusive não o foi.

¹⁰ Fls. 13/15.

¹¹ Fls. 12.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

22. Resta, portanto, me posicionar com relação a um argumento utilizado tanto pela área técnica quanto pelo Diretor Relator: o de que o “interesse pessoal” do acionista referido no art. 100, § 1º não poderia ser “meramente econômico” ou “meramente comercial”.
23. De fato, me parece razoável que a companhia negue acesso ao conteúdo dos livros sociais quando o solicitante queira, por exemplo, ter conhecimento da base acionária “meramente” para robustecer uma mala direta ou algo semelhante, acrescentando nomes e outros dados de investidores, apenas para proveito comercial próprio. Em casos como esse, não se verifica um alinhamento do pleito com o interesse social, ou mesmo eventual reversão dos benefícios próprios almejados com o requerimento para o mercado.
24. Por outro lado, não vejo, na redação do dispositivo legal, margem para que se estabeleça uma dissociação absoluta entre um interesse jurídico e um interesse econômico ou comercial, de forma que apenas o primeiro possa servir como fundamento àquele que solicita, a uma companhia, certidão dos assentamentos dos livros listados nos incisos I a III da lei societária.
25. É importante mencionar, neste ponto, que o Memorando da área técnica faz menção a dois precedentes deste Colegiado para fundamentar seu entendimento. O primeiro¹² cuidou de caso em que o solicitante das informações claramente pretendia oferecer serviços a integrantes da base acionária da companhia, tendo o Colegiado, por maioria, decidido em desfavor do solicitante.
26. Já o segundo caso¹³ decorreu de contexto fático mais assemelhado àquele que ora se discute: um acionista, interessado em negociar sua participação, requer à companhia acesso às identidades dos demais acionistas, com a finalidade de contatá-los a respeito. Ao decidir, por unanimidade, pelo não provimento do recurso, o Colegiado vislumbrou *“a aplicabilidade do precedente citado pela SOI e acrescentando que o interesse a que se refere o §1º do artigo 100 da Lei nº 6.404/76 é o interesse jurídico e não o interesse meramente econômico, como o da recorrente.”*
27. Entendo que o precedente de 2003 se diferencia tanto do caso de 2006 quanto deste em um aspecto relevante: naquele caso, o dito interesse comercial ou econômico do solicitante consistia em serviço que pretendia oferecer a acionistas da companhia. Caso o Colegiado anuísse com o pleito, estaria, portanto, abrindo a porta para que fosse feita uma infinidade de novos pedidos, até mesmo por terceiros não integrantes da base acionária, com o objetivo de divulgar seus serviços ou outras oportunidades, o que não parece conciliável com o propósito do dispositivo legal.
28. A situação, neste caso, é distinta: trata-se de um acionista que pretende negociar suas ações, e recorre à companhia com a finalidade de identificar potenciais compradores apenas após já ter tentado, sem sucesso, tal negociação por meio de corretoras.
29. Seu interesse tem, sem sombra de dúvida, componente econômico. Entretanto, nada na lei autoriza o entendimento de que a existência de um elemento econômico no interesse do solicitante desqualifica por si só o pedido de certidão previsto no art. 100, § 1º.

¹² Processo CVM nº RJ2003/0023.

¹³ Processo CVM nº RJ2006/8588.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

30. Não me parece correta, a princípio, a segregação dos elementos jurídico e econômico em situações como a que ora se discute¹⁴. Afinal, quem quer que se torna acionista de uma companhia está, por definição, adquirindo uma participação societária atrelada a uma série de direitos economicamente apreciáveis. E, ao menos a princípio, as decisões que o acionista tomará haverão de levar em devida consideração um elemento econômico.

31. Portanto, se entendo que determinados interesses meramente comerciais (como o da divulgação de serviços) não parecem justificar pedidos de certidão dos assentamentos dos livros, ao mesmo tempo não me soa convincente o entendimento de que a lei inadmita a justificativa de tais pedidos com base em determinado interesse econômico ou comercial, o qual, cabe notar, invariavelmente terá aspectos de natureza jurídica.

32. São duas as críticas mais comuns ao art. 100 § 1º da Lei das S.A.: no mérito, que sua alteração no bojo da reforma de 1997 representou retrocesso, ao menos em vista da garantia do conceito de publicidade do conteúdo dos livros sociais; e na forma, que sua redação deixa margem a dúvidas de interpretação bastante razoáveis.

33. A regra anterior a 1997 era bastante direta:

“Art. 100. (...) § 1º A qualquer pessoa serão dadas certidões dos assentamentos constantes dos livros mencionados nos números I a IV, e por elas a companhia poderá cobrar o custo do serviço.”

34. Com a reforma de 1997, realizou-se dupla inovação em relação ao texto original: em primeiro lugar, ao se exigir, daquele que solicita a informação constante dos livros sociais, que decline a razão por que o faz; e, em segundo lugar, como mencionado, ao se estabelecer um duplo grau de controle sobre os pedidos de informação, cabendo à companhia avaliar a adequação dos pedidos e, na hipótese de denegação, à CVM, em grau de recurso. A redação alterada e atualmente em vigor, como se sabe, é a seguinte:

“Art. 100. (...) § 1º A qualquer pessoa, desde que se destinem a defesa de direitos e esclarecimento de situações de interesse pessoal ou dos acionistas ou do mercado de valores mobiliários, serão dadas certidões dos assentamentos constantes dos livros mencionados nos incisos I a III, e por elas a companhia poderá cobrar o custo do serviço, cabendo, do indeferimento do pedido por parte da companhia, recurso à Comissão de Valores Mobiliários.” (grifou-se)

35. Não se pode, entretanto, agregar a tais críticas que o legislador tenha pretendido estabelecer uma diferenciação entre os interesses aptos a justificar ou inviabilizar, de plano, os pedidos de certidão em razão de sua natureza jurídica, comercial, econômica ou qualquer que seja.

36. Acredito que esteja preservado, em sua essência, o caráter público dos registros constantes dos livros sociais, tal como pretendido pelo legislador de 1976. Por outro lado, é inegável que tanto a administração da companhia quanto esta CVM foram investidas do poder de analisar, no caso

¹⁴ A propósito, BAINBRIDGE (*Corporation Law and Economics*, New York: Foundation Press, p. 18 (2002)) notou o alto grau de interpenetração entre o Direito e a Economia no âmbito do Direito Societário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

concreto, a adequação de cada pedido feito debaixo do art. 100 § 1º às hipóteses de defesa de direitos e esclarecimentos de situações de interesse pessoal, dos acionistas ou do mercado de valores mobiliários.

37. Portanto, ainda que não seja o desejável em termos de garantia de transparência e daquilo que se convencionou chamar de melhores práticas – um conceito adaptável às circunstâncias de cada época –, não há como se defender que o caráter público seja, hoje, absoluto. A concessão dos pedidos pode ser a regra, mas há espaço para exceções, e tal espaço, infelizmente, encontra-se delimitado pelas linhas imprecisas traçadas em 1997, cabendo às companhias decidir sobre cada pedido e à CVM, quando chamada a se manifestar, decidir sobre os casos controversos.

38. Em conclusão, o interesse em negociar ações não parece, via de regra, ensejar o direito de acesso às informações pretendidas. Isto porque o acionista de uma companhia aberta tem outras vias para recorrer em seus esforços de negociação.

39. Entretanto, nas circunstâncias especialíssimas deste caso, que envolve uma companhia incentivada, com ações sem nenhuma liquidez (sequer sua expectativa), e um acionista que já teria esgotado os esforços razoáveis para realizar a venda de suas ações, considero adequada a concessão do acesso às informações pleiteadas, nos termos do art. 100, § 1º da Lei nº 6.404/76.

40. Vale ressaltar que, em razão de ser uma companhia incentivada e não aberta¹⁵, a Companhia não tem o registro necessário para que suas ações sejam efetivamente admitidas à distribuição e negociação regular em mercados regulamentados de valores mobiliários. Tal condição da Companhia compromete a liquidez das ações de sua emissão, e deixa o acionista sem meios para recorrer aos intermediários de mercado para conseguir um potencial adquirente para as ações que detém.

41. Não é garantido que o Recorrente vá conseguir negociar suas ações após ter contactado os demais acionistas. Porém, sem tais informações, é possível afirmar que suas chances de êxito se reduzem ainda mais, quiçá extinguindo-se. Ao se deferir o pedido, e sendo bem sucedidos os esforços de negociação, não haverá prejuízo algum para o mercado ou para a companhia. Embora este aspecto, por si só, não justifique a posição ora adotada, certamente merece menção.

42. Pelas razões acima, respeitosamente dirijo do voto do Diretor Relator, e entendo que o Recurso deveria ser provido e que a Companhia deveria fornecer, por meio de certidão, as informações requeridas.

43. É como voto.

Rio de Janeiro, 24 de outubro de 2017.

Original assinado por

Marcelo Barbosa

Presidente

¹⁵ Art. 35 da Instrução CVM nº 265/97.