



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO Nº 16/2018-CVM/SEP/GEA-3

Assunto: **Recurso contra o entendimento da SEP**

Wiz Soluções e Corretagem de Seguros S.A.

Processo CVM 19957.009575/2017-73

Senhor Superintendente Geral,

I. **Introdução**

1. Neste relatório são analisados dois recursos interpostos contra o Relatório 138/2017-CVM/SEP/GEA-3, de 26.12.2017 (“[RA 138/17](#)”).
2. O primeiro recurso (SEI nº 0423373 e 0438827) [\[1\]](#) foi apresentado pela Caixa Seguridade [\[2\]](#) e contesta a conclusão da SEP de que a Caixa Seguridade é acionista controladora da CSH e, por extensão, da Wiz.
3. O segundo recurso (SEI nº 0428291 e 0430150) [\[3\]](#) foi apresentado por Isabella Saboya, conselheira de administração da Wiz, e contesta o tratamento sigiloso dado pela SEP ao acordo de acionistas da CSH.
4. Para uma melhor contextualização das questões discutidas neste processo, remetemos ao próprio RA 138/17 (SEI nº 0412346), que contém uma descrição mais detalhada dos fatos. O presente relatório não se propõe a novamente narrar esses mesmos fatos, atendo-se, em vez disso, apenas ao essencial para a análise dos recursos.
5. O relatório procede da seguinte forma: para cada um dos recursos, são apresentados (i) os pontos de consenso e divergência entre a SEP e os recorrentes; (ii) os argumentos dos recorrentes para que as conclusões da SEP sejam revistas; e (iii) o posicionamento da SEP quanto a cada um desses argumentos.

II. **Recurso da Caixa Seguridade**

6. A Caixa Seguridade sustenta que não é controladora da CSH e da Wiz.
7. A divergência entre a Caixa Seguridade e a SEP não é sobre a CSH ser ou não acionista controladora da Wiz. Além disso, a Caixa Seguridade tampouco questionou que aqueles que puderem ser considerados acionistas controladores da CSH serão, por extensão, acionistas controladores indiretos da Wiz. O que a Caixa Seguridade contesta é justamente a sua qualidade de acionista controladora da CSH.
8. Quanto a isso, SEP e Caixa Seguridade estão de acordo que a caracterização de um acionista como controlador depende, como regra geral, do preenchimento cumulativo dos seguintes requisitos previstos no art. 116 da Lei 6.404/76:

a) ser titular de direitos de sócio que assegurem de modo permanente a maioria dos

votos na assembleia geral;

b) ter o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

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

9. Contudo, enquanto a SEP manifestou-se no RA 138/17 no sentido de que tais requisitos estavam presentes, a Caixa Seguridade considera que, na verdade, nenhum deles efetivamente foi satisfeito. A seguir, esses requisitos são discutidos um a um, sob a ótica da SEP e da Caixa Seguridade.

Titularidade de direitos de sócio que assegurem a maioria dos votos em assembleia geral

Delimitação da controvérsia

10. Com 48,21% das ações emitidas pela CSH sob sua titularidade, é evidente que a Caixa Seguridade não detém isoladamente a maioria dos votos em assembleia geral.
11. Contudo, ela é parte de um acordo com a CNP, que é titular de 50,75% das ações emitidas pela CSH.
12. Não se discute no processo que o poder de controle pode ser exercido de modo compartilhado e, nesse caso, mesmo acionistas que isoladamente não detenham mais de 50% das ações com direito a voto podem ser considerados acionistas controladores.
13. O poder de controle pode ser exercido de modo compartilhado até mesmo entre um acionista que detém mais de 50% das ações com direito a voto (como ocorre, no caso, com a CNP) e outro acionista com participação, naturalmente, inferior (no caso, a Caixa Seguridade).
14. A Caixa Seguridade reconhece tal circunstância e, inclusive, cita o seguinte trecho de obra sobre o tema, destacando que entendimento similar teria sido seguido pela CVM no caso RJ-2001-7547, de 16.07.2002:

“para que o acordo de acionistas possa configurar hipótese de controle compartilhado com o acionista minoritário é imprescindível que, em função dos direitos que lhe são atribuídos, fique claro que o grupo controlador abriu mão de seu poder de determinar, isoladamente, as decisões da assembleia geral e de eleger a maioria dos administradores” [\[4\]](#)

15. Portanto, o cerne da questão é se o acordo de acionistas da CSH pode ser considerado um acordo de compartilhamento de controle.
16. Para a Caixa Seguridade, a resposta é negativa. Tal acordo seria apenas um acordo de proteção à minoria, que lhe dá direitos limitados, voltados à proteção patrimonial de seu investimento, sem interferir no controle que é exercido pela CNP.
17. Para defender esse ponto de vista, a Caixa Seguridade indica que o acordo:
- a) permite-lhe eleger apenas 4 dos 10 membros do conselho de administração (e nenhum diretor); e
- b) exige a sua manifestação em um número bastante limitado de matérias, boa parte das quais diretamente relacionadas ao fato de se tratar de uma operação de *bancassurance*, envolvendo a exploração da rede de distribuição da CEF, com o uso da marca “Caixa”.
18. E para corroborar essa interpretação aponta ainda os seguintes fatos:

a) a CNP consolida o investimento na CSH, ao passo que a Caixa Seguridade a trata como uma mera coligada (a despeito de um erro ocorrido no passado, antes de a Caixa Seguridade tornar-se companhia aberta);

b) houve episódios de difícil negociação e desgaste com a CNP no tocante à governança corporativa da CSH, justamente em função do quão limitados são os direitos da Caixa Seguridade no acordo de acionistas da CSH; e

c) a CSH não se submete ao regime da Lei nº 13.303/16 nem se submetia ao regime anteriormente vigente da Lei nº 8.666/93.

19. A SEP já discordava desse entendimento por ocasião da elaboração do RA 138/17 e, apesar dos argumentos do recurso, ainda mantém seu posicionamento, pelas razões a seguir.

Posicionamento da SEP quanto aos argumentos do recurso

20. Antes de tudo, entendemos que a previsão de efetivo poder de veto, em acordo de acionistas, pelo acionista com menor participação acionária, pode vir a representar o efetivo compartilhamento do poder de controle. No entanto, a avaliação sobre a existência de tal compartilhamento é, em certa medida, subjetiva, sempre que o acordo se situar entre os seguintes limites: (i) em um extremo, o acionista com menor participação poderia vetar qualquer decisão, o que claramente significaria que o mesmo compartilha o controle da sociedade com o acionista majoritário, que nada poderia decidir sem a concordância da sua contraparte no acordo de acionistas; (ii) em outro extremo, as deliberações passíveis de veto seriam tão irrelevantes que não seria possível ao acionista com menor participação alterar, em qualquer medida, os rumos determinados pelo acionista majoritário.

21. Há dúvida, todavia, nos casos em que o poder de veto do acionista com menor participação se encontra entre um dos dois extremos acima. Em outras palavras, a pergunta chave a se fazer seria a seguinte: qual é o conjunto de matérias passíveis ao veto que justificaria reconhecer-se que um acordo de acionistas compartilha o controle?

22. Não é possível responder à pergunta acima apenas em tese, sendo necessário o intérprete, no caso concreto, observar quão relevantes são as deliberações sujeitas ao veto para o interesse social da companhia.

23. Verificando os direitos da Caixa Seguridade nos termos do acordo de acionistas, é importante inicialmente reiterar que, embora lhe seja permitido indicar “apenas” 4 de 10 conselheiros de administração, há 14 matérias que dependem, segundo o mesmo acordo, do voto afirmativo de 8 de tais conselheiros, o que garante efetivo poder de veto da Caixa Seguridade em deliberações sobre tais matérias.

24. Tais matérias estão enumeradas na cláusula 4.8 e incluem:

a) aprovação dos itens relativos ao orçamento de vendas nos documentos denominados Plano Anual de Negócios (“Plano de Negócios”) e Orçamento Anual (“Orçamento”);

b) realização de investimento ou despesa não incluída no Plano de Negócios e no Orçamento que represente obrigação superior a determinado montante financeiro (não expressamente indicado neste relatório por questões de sigilo do documento, mas que pode ser entendido como relativamente baixo no ramo de atuação da CSH);

c) aprovação de termos e condições de qualquer operação que crie obrigações superiores a determinado montante (vide observação acima), exceto quanto a apólices

e respectivas indenizações no curso normal dos negócios e itens incluídos no Plano de Negócios e no Orçamento;

d) aprovação da utilização de outros canais de distribuição (isto é, diferentes da rede de distribuição da CEF) para distribuir produtos de sociedades controladas por concorrentes da CEF;

e) definição de como os representantes da CSH devem votar em matérias de mesmo teor das ora enumeradas quando elas forem submetidas a deliberações das sociedades em que a CSH seja acionista direta ou indireta;

f) alteração relevante no logotipo e nas marcas utilizadas pela CSH e suas controladas;

g) comercialização de produtos sob qualquer marca diferente de “Caixa Seguros”;

h) aquisição de ativos permanentes em valor superior a determinado montante financeiro (vide observação acima); e

i) definição da política geral relativa à contratação de operações de cosseguros e resseguros com qualquer companhia controlada por concorrentes da CEF.

25. É importante ainda observar que as matérias enumeradas acima podem ser submetidas por qualquer conselheiro de administração à assembleia geral, foro em que só serão aprovadas se houver voto favorável da Caixa Seguridade e da CNP (cláusula 5.2).
26. Diversas outras matérias também se submetem a essa dinâmica de consenso entre Caixa Seguridade e CNP, a despeito das diferenças de participações acionárias entre elas. Neste sentido, nenhum dos dois acionistas pode unilateralmente aprovar, por exemplo, o Orçamento acima referido, as demonstrações financeiras e mudanças no estatuto social.
27. Diante desse conjunto de elementos, nossa avaliação é de que o acordo de acionistas entre Caixa Seguridade e CNP não pode ser qualificado como mero acordo de proteção à minoria, pois a Caixa Seguridade pode efetivamente alterar a orientação dos negócios sociais da CSH.
28. Discordamos da avaliação de que os direitos da Caixa Seguridade estão limitados a um conjunto estreito de matérias, ligadas basicamente ao acesso desfrutado pela CSH à rede de distribuição da CEF.
29. O acordo dá à Caixa Seguridade prerrogativas de influir em questões operacionais e comerciais da CSH (orçamentos, relações com concorrentes etc.), além de potencialmente obstar práticas de atos inerentes ao funcionamento da sociedade, como a *aprovação de demonstrações financeiras e mudanças estatutárias*.
30. O conjunto de temas passível de alguma influência pela Caixa Seguridade nos parece relativamente amplo e não uma mera decorrência do interesse de regular o uso da rede de distribuição da CEF.
31. Se é verdade, por um lado, que a proteção a esse canal de venda de produtos aparenta ter sido um motivador importante das disposições do acordo, tampouco deixa de ser verdade, por outro lado, que justamente por ser a titular desse canal e poder restringir a interação com outras instituições financeiras concorrentes, a Caixa Seguridade tem sua posição ainda mais fortalecida para exercer um papel de comando sobre a CSH.
32. Trata-se de acordo com características diferentes daqueles que, em outras oportunidades, como nos processos RJ-2001-7547 [\[5\]](#) e RJ-2005-0098 [\[6\]](#), o Colegiado entendeu serem acordos de proteção à minoria.
33. A propósito, um exercício capaz de deixar mais claro que as prerrogativas da Caixa Seguridade nos termos do acordo não são tão limitadas como foi alegado é assumir

que tais prerrogativas fossem detidas por um concorrente da Wiz e imaginar as implicações daí decorrentes. Aliás, não se trata de exercício meramente especulativo porque se Caixa Seguridade e CNP vierem a formar uma nova sociedade com atividades similares às da Wiz, tal nova sociedade será potencialmente concorrente da Wiz.

34. Mesmo que tal concorrente não atuasse de modo abusivo em detrimento da Wiz, seria razoável que ele detivesse ingerência sobre, por exemplo, o Plano de Negócios, o Orçamento, os canais de venda e as marcas utilizadas pela Wiz? Veja-se que é essencialmente esse o cenário que confrontará os atuais minoritários da Wiz, caso Caixa Seguridade e CNP sigam com suas participações e acordos na Wiz e ainda estejam livres para formar nova sociedade que absorva as atividades ora desempenhadas pela Wiz.
35. Em relação ao argumento de que a CSH não se submete ao regime da Lei 13.303/16, em primeiro lugar, remetemos ao processo 19957.008923/2016-12 [\[7\]](#).
36. Do que se depreende da decisão em tal caso, mesmo uma sociedade reconhecidamente sob controle compartilhado entre estatais e sociedades privadas não está necessariamente submetida à Lei 13.303/16. Portanto, não haveria contradição entre o reconhecimento da condição de controladora da Caixa Seguridade e a interpretação que vem sendo aplicada sobre a sujeição da CSH à Lei 13.303/16.
37. De todo modo, como a definição de acionista controlador é dada pelo art. 116 da Lei 6.404/76, o tratamento que vem sendo dado à CSH sob a Lei 13.303/16 não seria suscetível de alterar a conclusão da discussão em curso nesse processo. No máximo, a alegação pode demonstrar que a interpretação sobre a Caixa Seguridade não ser controladora da CSH já existia antes de a presente controvérsia surgir, não sendo levantada por mera conveniência de momento.
38. E isso, de fato, é algo que nos parece poder ser reconhecido em favor da Caixa Seguridade. A propósito, é também por esse prisma que enxergamos a alegação de que a CSH é tratada como uma coligada pela Caixa Seguridade em suas demonstrações contábeis. A despeito de nossas convicções externadas neste relatório, é certo que a situação da Caixa Seguridade perante a Wiz não é imediatamente óbvia e outras pessoas analisando a questão em momentos diversos podem ter chegado a conclusões também diversas.
39. Mesmo reconhecendo isso, porém, tampouco estamos convencidos de que este relatório reverta qualquer interpretação que historicamente sempre tenha prevalecido sobre o relacionamento da Caixa Seguridade com a CSH e a Wiz. Muito pelo contrário, ao menos pelas seguintes três razões.
40. A primeira é que a sociedade que antecedeu a Caixa Seguridade como veículo de investimento da CEF na CSH enxergava nessa última uma controlada (SEI nº 0390260). Hoje, a Caixa Seguridade reputa tal classificação como equivocada e, como visto, entende que o certo é tratá-la como uma coligada. Mesmo sem pôr em dúvida que essa seja a genuína convicção da Caixa Seguridade, no mínimo isso sinaliza que tal interpretação nem sempre existiu.
41. A segunda razão é que a Wiz sempre declarou em seus documentos públicos e formulários de referência que a Caixa Seguridade era sua acionista controladora. Por ocasião da oferta pública de distribuição de ações da Wiz, em 2015, o coordenador líder analisou a questão, entendendo razoável e justificado considerar a Caixa Seguridade, em função de seu acordo com a CNP, controladora direta da CSH e, portanto, controladora indireta da Wiz.
42. A terceira razão é que a Wiz sempre foi retratada na imprensa de grande circulação

como uma controlada da CEF (SEI nº 0385327, 0385330, 0385331, 0385336 e 0385341). Ao que se tenha notícia, nem a CEF nem a Caixa Seguridade jamais buscaram retificar um suposto equívoco dessas divulgações.

43. Desse modo, entendemos que os argumentos trazidos pela Caixa Seguridade não são suficientes para justificar a revisão das conclusões do RA 138/17.

Poder de eleger a maioria dos administradores

Argumento da Caixa Seguridade

44. Em relação ao poder de eleger a maioria dos administradores, a Caixa Seguridade reitera que o acordo celebrado no âmbito da CSH apenas lhe dá direito a eleger 4 dos 10 conselheiros de administração e nenhum dos diretores.
45. Portanto, este seria mais um requisito não preenchido na pretensa caracterização da relação de controle da Caixa Seguridade sobre a CSH.

Posicionamento da SEP quanto à questão

46. Inicialmente, é importante destacar que, quando se analisa um possível exercício de poder de controle sob a configuração de um bloco de acionistas, a comparação relevante a ser feita para verificar se há ou não a prerrogativa de eleição da maioria dos administradores é entre (i) a quantidade de administradores eleitos pelo bloco e (ii) a quantidade total de administradores.
47. Assim, num primeiro momento, apura-se se há um grupo de acionistas vinculados e voltados a exercer um tipo de influência sobre a companhia de tal extensão que se possa caracterizar como a direção das atividades sociais. Somente em seguida verificam-se quantos administradores podem ser eleitos por tal bloco e, se eles forem a maioria, tem-se mais uma etapa atingida na direção da caracterização do bloco como um bloco de controle.
48. No caso, o bloco formado por CNP e Caixa Seguridade elege todos os membros do conselho de administração da CSH e, portanto, o requisito legal está preenchido.
49. A comparação que a Caixa Seguridade sugere leva em conta os membros que lhe cabe indicar *dentro* do bloco a que pertence. Se esse fosse o critério adequado, somente um acionista dentro de um bloco poderia vir a ser considerado controlador, o que significaria essencialmente negar a possibilidade de compartilhamento de controle, um fenômeno cuja existência é incontroversa.
50. Com relação à alegação de que a Caixa Seguridade não tem assegurada a prerrogativa de eleger diretores, duas observações nos parecem pertinentes.
51. Por um lado, de fato, não se pode esvaziar inteiramente a importância dessa constatação. É comum que acordos de acionistas atribuam diretamente aos acionistas o direito de indicar diretores e indiquem as respectivas funções. Se o acordo da CSH tivesse uma cláusula desse tipo em favor da Caixa Seguridade, seria ainda mais um indício a evidenciar o controle por ela exercido sobre a CSH. Consequentemente, a ausência de tal cláusula modifica – marginalmente que seja – a perspectiva de que o acordo de acionistas da CSH seja um acordo de controle.
52. Por outro lado, há fatores plausíveis que podem explicar (ou ao menos mitigar a importância) da falta de disposições nesse sentido no acordo de acionistas. Por exemplo:

a) nem todos os acordos de controle preveem indicações de diretores por acionistas – os contratantes podem considerar suficiente a formação da maioria no conselho de

administração e ter maior flexibilidade para definição dos cargos de diretoria; e

b) há controvérsias sobre a indicação de diretores diretamente por acionistas, seja em termos de boas práticas de governança corporativa (na medida em que, em tese, o conselho de administração estaria em melhores condições de avaliar o trabalho dos diretores), seja em termos legais, por força do que dispõem os arts. 139 e 142, II, da Lei 6.404/76.

53. Em síntese, entendemos que (i) o requisito legal de eleição da maioria dos administradores está preenchido pelo arranjo que permite ao bloco Caixa Seguridade e CNP, em conjunto, indicar todos os conselheiros de administração; e (ii) a ausência de disposição contratual atribuindo à Caixa Seguridade o direito de indicar diretores não é bastante para alterar as conclusões desse relatório.

Uso efetivo de poder para dirigir atividades sociais

Delimitação da controvérsia

54. A SEP concorda com a alegação da Caixa Seguridade de que o controle acionário só se configura quando efetivamente exercido. Nesse sentido, no Relatório 138/17, foram indicados três elementos que indicariam esse exercício efetivo.
55. O primeiro deles foram os registros de que a Caixa Seguridade interagiu para a definição de pautas de reuniões do conselho de administração e assembleias gerais.
56. Sobre esse ponto, o que na verdade ocorre, segundo a Caixa Seguridade, é que esta, por cortesia, recebe um representante da Wiz, juntamente com membro do conselho de administração da CSH, para uma reunião meramente informativa para a área de governança da CEF.
57. Já a Wiz, que veio a se manifestar no processo após a interposição de recurso pela Caixa Seguridade, contesta (SEI nº 0432367) essa relativização da importância e do escopo das reuniões mantidas entre os administradores das duas sociedades, chamando atenção para os documentos SEI nº 0390270, 0390271 e 0390272.
58. O segundo item ressaltado pela SEP no Relatório 138/17 foi a participação de pessoas ligadas à Caixa Seguridade em reuniões do conselho de administração da Wiz – embora na condição de ouvintes –, com acesso a informações privilegiadas de modo similar a outros acionistas reconhecidamente controladores.
59. Em resposta a esse ponto, a Caixa Seguridade observa que:
- a) tais pessoas são funcionárias da área de governança da CEF que se fazem presentes a reuniões apenas quando há necessidade de tomar conhecimento de matérias que dependem de votação na CSH;
 - b) como ouvintes, tais pessoas não participam, discutem ou votam nos assuntos da pauta; e
 - c) o mero acesso a informações confidenciais não é suficiente para caracterizar o controle acionário – tanto que acionistas minoritários frequentemente elegem membros para o conselho de administração, onde têm acesso a informações privilegiadas e nem por isso são considerados controladores.
60. A Wiz, em contraponto, apesar de concordar que a presença de representantes nas reuniões de conselho não seria o bastante para caracterizar a relação de controle, salienta a importância de que, nas várias reuniões realizadas desde 2016, tais representantes da Caixa Seguridade não tenham contestado a condição dessa sociedade como controladora.

61. O terceiro item considerado pela SEP foi a orientação passada à Wiz para que buscasse concordância de representantes da Caixa Seguridade para suas deliberações, em linha com obrigações previstas no acordo de acionistas da CSH.
62. A Caixa Seguridade reitera seu ponto anterior no sentido de que o rol de matérias que demanda seu consentimento é bastante limitado. A Wiz rebate essas alegações com argumentos bastante similares aos argumentos da SEP já mencionados acima.
63. Além de buscar refutar os três elementos nos quais a SEP embasou sua conclusão, a Caixa Seguridade enumera exemplos de eventos importantes que teriam transcorrido na Wiz sem a sua aprovação, como: (i) a abertura de capital da Wiz em 2015; e (ii) a recente alteração de denominação e objeto social em 2017.
64. Tais alegações também receberam contra-argumentos por parte da Wiz, basicamente no seguinte sentido:
 - a) a abertura de capital da Wiz estava prevista em acordo de acionistas do qual a CSH fazia parte, além de ter sido deliberada em reunião do conselho de administração com a presença de conselheiro que também era diretor estatutário da Caixa Seguridade; e
 - b) a mudança de nome e marca foi discutida com a Caixa Seguridade e aprovada com voto favorável do mesmo conselheiro de administração que simultaneamente ocupava diretoria estatutária da Caixa Seguridade, como indicaria o documento SEI 0390270.
65. Adicionalmente, em complemento ao seu recurso originalmente apresentado, a Caixa Seguridade mencionou ainda dois outros eventos que ilustrariam a ausência de controle sobre a Wiz, a saber:
 - a) por ocasião da tentativa de oferta pública de distribuição de ações da Caixa Seguridade, esta teve de negociar e formalizar um acordo de confidencialidade com a CNP e a CSH para que conseguisse obter informações confidenciais sobre negócios, operações e ativos da CSH – informações essas que um controlador já teria ou obteria com relativa simplicidade; e
 - b) em junho de 2001, em atendimento a exigência da Superintendência de Seguros Privados quanto a entidades que pleiteiam assumir o controle de sociedades seguradoras no País, a CNP declarou-se acionista controladora da Caixa Seguradora, sendo a CEF apontada como acionista minoritária.

Posicionamento da SEP quanto ao exercício efetivo de poder de direção das atividades sociais

66. Ao prever que um dos requisitos para caracterização da relação de controle é o uso efetivo do poder de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, a Lei 6.404/76 o faz, a nosso ver, com objetivo de não sujeitar um investidor passivo (ainda que titular de uma posição majoritária), aos deveres e responsabilidades que são impostos a um acionista que efetivamente decide os rumos da companhia.
67. O que se deve distinguir, portanto, é se o investidor majoritário é essencialmente passivo ou se influi na condução das atividades sociais.
68. Entendemos que a caracterização de um acionista (ou grupo de acionistas agindo em conjunto) como essencialmente passivo, a despeito da posição majoritária, é uma situação excepcional e demanda um padrão comprobatório relativamente elevado. Isso pelas seguintes razões:
69. Em primeiro lugar, a titularidade da maior parte das ações de uma única companhia costuma implicar perda de diversificação do portfólio do investidor, com custos daí

decorrentes em termos de risco e retorno. Sem a contrapartida do efetivo comando da companhia por parte do investidor, tais custos são mais difíceis de serem justificados. Por isso, talvez a principal razão pela qual um investidor assumira posição majoritária seja exatamente para exercer o controle efetivo da companhia.

70. Em segundo lugar, mas provavelmente muito relacionado ao primeiro ponto, a experiência prática com sociedades anônimas mostra que a situação em que um investidor majoritário assume postura passiva é incomum. O mais usual é que grupos majoritários exerçam efetivo controle das sociedades nas quais investem.
71. Em terceiro lugar, um acionista majoritário pode influenciar a condução da companhia por meios que não necessariamente se traduzem em registros documentais formais. Por isso, quaisquer desses registros que efetivamente existam – como atas de assembleias, mensagens eletrônicas, declarações não contestadas em documentos divulgados ao mercado etc. – devem ser considerados e tidos como importantes, sob pena de transformar a comprovação do controle num exercício impossível de ser realizado.
72. Analisados segundo esse prisma, os elementos do processo parecem suficientes para demonstrar a existência de poder de controle pela Caixa Seguridade.
73. Já bastaria para tanto a constatação de que a Caixa Seguridade participa regularmente das deliberações tomadas nas assembleias gerais da CSH (SEI nº 0393089, 0393093 e 0393096) e essa, por sua vez, faz o mesmo com relação às deliberações em assembleias da Wiz.
74. Em relação às provas produzidas pelas partes, se os documentos trazidos pela Wiz (especialmente os SEI nº 0390270, 0390271 e 0390272) não são a comprovação absoluta do controle exercido pela Caixa Seguridade, ao menos são indicativos relevantes dessa relação e, de todo modo, nos parecem ao menos um pouco mais robustos do que os dados trazidos pela Caixa Seguridade em sentido contrário.
75. Sustentamos essa conclusão porque os documentos mostram que reuniões entre pessoas ligadas à Caixa Seguridade e à Wiz aconteceram e que nessas reuniões se discutiam assuntos pautados internamente na Wiz. Isso, a nosso ver, sinaliza que a postura da Caixa Seguridade, no mínimo, não era meramente passiva.
76. A partir do momento em que essas reuniões aconteceram, é uma questão quase semântica separar, em retrospectiva, o que seria uma reunião “de cortesia” de uma reunião deliberativa; ou ainda distinguir quando a Caixa Seguridade estava sendo informada de uma decisão que seria adotada e quando estava tacitamente anuindo com essa decisão – especialmente dado que detinha a prerrogativa contratual de obstá-las, se assim o desejasse.
77. Quanto às alegadas dificuldades em obtenção de informações sobre a CSH por ocasião da tentativa de oferta de venda de ações da Caixa Seguridade:
 - a) é incerto o quanto a formalização do acordo de confidencialidade demonstra uma efetiva obstrução no repasse das informações, especialmente uma vez que as informações ao final foram obtidas pela Caixa Seguridade; e
 - b) de todo modo, é difícil embasar qualquer conclusão na alegação da Caixa Seguridade de que tem dificuldade em obter informações da CSH, dado que reconhecidamente tem 4 membros de seu conselho de administração, além de diretores e eventuais ouvintes em órgãos de algumas das controladas da CSH.
78. No que diz respeito às declarações que a CNP teria prestado sobre a estrutura de controle da Caixa Seguradora em 2001, além de tais declarações envolverem sociedade diferente da CSH, ainda não existia o acordo de acionistas^[8] da CSH e, como visto, os

direitos estipulados nesse acordo são centrais para a caracterização do controle acionário da CSH.

79. As provas produzidas no processo talvez não estivessem pendendo em favor da tese defendida pela Wiz se a Caixa Seguridade tivesse apresentado registros de interações com a CNP ou a Wiz nas quais se pudesse inferir que: (i) ela, Caixa Seguridade, não era consultada sobre assuntos ligados à Wiz ou (ii) tentou sem sucesso e por um número significativo de vezes fazer prevalecer sua vontade em relação às atividades da Wiz. Contudo, os indícios que apontam nessa direção são inexistentes ou pouco sólidos. [\[9\]](#)
80. Dessa forma, no geral, as provas do processo corroboram o enquadramento da Caixa Seguridade como acionista controladora da Wiz.
81. Na verdade, o dado que mais nos provocou reflexão quanto a esse enquadramento é precisamente a existência desse processo. Afinal, não é comum nos processos da CVM ver controlador e controlada em lados opostos, especialmente quando a divergência é sobre a própria existência da relação de controle. A discordância em si já deveria sinalizar que essa relação não existe.
82. Entretanto, dois pontos nos impedem de seguir por esse caminho e concordar com a Caixa Seguridade.
83. O primeiro ponto é que a divergência deu-se em um contexto muito específico, no qual a definição sobre o controle passou a ter consequências comerciais relevantes. A divergência materializada neste processo não é necessariamente representativa de como o relacionamento entre as companhias transcorre na maioria das vezes.
84. O segundo ponto é que, se por um lado não é comum ter controlador e controlada divergindo em processo sobre a existência da relação de controle, por outro, é ainda menos comum que um acionista alegadamente minoritário e insatisfeito com os termos do acordo firmado com o controlador relicite o contrato com a perspectiva de substituir o controlador.
85. Tal circunstância apenas reforça que o poder da Caixa Seguridade perpassa uma dimensão comercial – por a CEF ser “a dona do balcão” –, logo tem componente fático que corre o risco de ser ignorado em uma leitura superficial dos contratos e atos formais em que a Caixa Seguridade figura como parte.
86. Por todas as razões mencionadas acima, propomos a manutenção do posicionamento refletido no RA 138/17.

Implicações das prerrogativas da Caixa Seguridade e da CNP sobre as negociações para formação de nova *joint venture*

87. Como sustentado no RA 138/17, e não contestado nos recursos, entendemos que a posição de acionistas controladores da Caixa Seguridade e da CNP impõe certos deveres a tais acionistas, incluindo o de absterem-se de constituir uma *joint venture* em que terão conjuntamente a totalidade das ações emitidas para explorar as mesmas atividades da controlada em que hoje possuem aproximadamente 25%.
88. É importante deixar claro que o RA 138/17 sinalizou que esse tipo de conduta não seria admissível por parte dos acionistas controladores, mas não indicou alternativas específicas que poderiam ser adotadas.
89. Trata-se de uma opção consciente. A estruturação de alternativas aceitáveis é um exercício que não cabe à CVM.
90. Primeiro, porque não foi a CVM que criou o arranjo original de participações societárias, acordos de acionistas e acordos comerciais entre CEF, CNP, Wiz etc.

91. Segundo, e mais importante, porque a CVM não é parte das negociações entre esses agentes e nem tem a proximidade necessária com as atividades operacionais por eles desempenhadas para opinar ou mesmo para cogitar quais arranjos alternativos seriam econômica e financeiramente viáveis. Cabe aos próprios acionistas e administradores fazer isso e à CVM manifestar-se sobre a legalidade do cenário que lhe seja apresentado.
92. Outro aspecto também importante de ser revisitado é que o RA 138/17 assumiu que o dever que recai sobre a Caixa Seguridade e a CNP está ligado a sua condição de acionistas controladores, os quais são submetidos a um regime diferenciado, nos termos do art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404/76.
93. Em documento que acompanhou a manifestação da Wiz posterior aos recursos (SEI nº 0432370)[10], foi defendido que o dever da Caixa Seguridade e da CNP independe de sua caracterização como controladores. Mesmo que fossem acionistas minoritários, também teriam dever de lealdade perante a Wiz, e isso os impediria de formar uma nova *joint venture* que essencialmente esvaziasse as atividades da companhia em proveito próprio. Assim, as conclusões centrais do RA 138/17 subsistiriam a despeito da controvérsia sobre a caracterização do controle acionário.
94. De fato, o argumento é bastante consistente e, a nosso ver, passível de ser adotado pela CVM, com o cuidado apenas de não dar a entender que qualquer investidor que tome a iniciativa de explorar atividade econômica também passível de ser exercida por outra companhia em que seja acionista estará violando seus deveres perante esta última sociedade. Esse dever só poderá ser exigido do acionista minoritário se ele detiver meios de influir de modo concreto e relevante na gestão da companhia investida, o que inegavelmente CNP e Caixa Seguridade têm em relação à Wiz.
95. De todo modo, a despeito da consistência do argumento e de contar com apoio de parcela da doutrina[11], desconhecemos precedentes da própria CVM que tenham dado tal extensão ao dever de lealdade de acionistas minoritários.
96. Além disso, não há um dispositivo na Lei 6.404/76 que estipule diretamente tal dever, de forma que sua construção depende da interpretação sistemática e teleológica de outros dispositivos, o que, na ausência de prévio posicionamento do Colegiado sobre o tema, pode causar maiores dificuldades no caso de *enforcement* de tais deveres por meio de processos sancionadores.
97. Por isso, sem prejuízo de que o Colegiado venha a se posicionar sobre o tema, se entender conveniente, por ora mantemos nosso posicionamento com base nos deveres dos acionistas controladores, o que está em linha com decisões anteriores da CVM, notadamente a do processo RJ-2008-1815[12].
98. Desse modo, reiteramos o posicionamento desta área técnica descrito entre os itens 78 e 103 do RA 138/17.

III. Recurso de Isabella Saboya

Delimitação da controvérsia

99. Isabella Saboya não concorda com o tratamento confidencial conferido pela SEP ao acordo de acionistas da CSH (SEI nº 0394508). Ela entende que deveria ser dada publicidade ao documento resumidamente pelos seguintes motivos:
 - a) o direito de explorar comercialmente o balcão da CEF é o principal ativo da Caixa Seguridade e é disso que trata o acordo de acionistas da CSH – portanto, ele é relevante para eventuais investidores da Caixa Seguridade, contrariamente ao que a SEP havia alegado;

b) dar amplo conhecimento do acordo de acionistas da CSH é importante para que os investidores avaliem a plausibilidade das alegações da Caixa Seguridade quando esta nega ser acionista controladora indireta da Wiz; [\[13\]](#)

c) o acordo em questão já se tornou de acesso público, conforme aprovação do Tribunal de Contas da União, podendo ser obtido por quem o solicite; e

d) a Caixa Seguridade não é mera investidora da Wiz, mas sim sua acionista controladora indireta, de modo que ela não deveria ser capaz de escapar do dever de divulgar informações capazes de afetar os valores mobiliários de emissão da Wiz.

Posicionamento da SEP quanto à questão

100. A SEP não discorda da recorrente Isabella Saboya quando esta sustenta a importância, para a Caixa Seguridade, do relacionamento comercial com a CEF e, por extensão, do acordo de acionistas da CSH.
101. Contudo, a SEP entende que daí não decorre obrigatoriedade de divulgação do inteiro teor do acordo, como pleiteado no recurso.
102. Isso porque, embora a regra no mercado de capitais seja a divulgação aos investidores de todas as informações relevantes para suas decisões, tal regra encontra limites na necessidade de preservação de interesses comerciais legítimos dos agentes desse mercado.
103. Imagine-se, por exemplo, uma companhia extremamente dependente de determinado fornecedor ou cliente. Os investidores terão interesse nos termos dessa relação comercial e, sem dúvida, informações a esse respeito teriam impacto nos valores mobiliários. Ainda assim se a revelação desses termos puser em risco o relacionamento em questão, a divulgação não será obrigatória. Note-se, inclusive, que nesse caso a potencial importância da informação apenas reforça a necessidade de preservação do sigilo.
104. Além disso, a Instrução CVM nº 480/09 exige expressamente a divulgação apenas dos acordos de acionistas do próprio emissor de valores mobiliários, e não daqueles em que o emissor seja parte.
105. Também é oportuno destacar que, se o objetivo do pedido é dirimir a mesma questão discutida neste processo – se a Caixa Seguridade é ou não controladora indireta da Wiz –, os dispositivos diretamente pertinentes já foram amplamente referidos neste relatório e no RA 138/17. A divulgação da integralidade do acordo apenas exporia trechos adicionais, sem aparente benefício mesmo aos acionistas da Wiz.
106. Quanto à alegação de que o documento já se tornou público por outras fontes oficiais, (i) não temos clara comprovação a esse respeito e, a julgar pelo pedido de confidencialidade feito pela Caixa Seguridade, tomamos conservadoramente como premissa que a necessidade de sigilo ainda subsiste; e (ii) se a publicidade do documento tiver sido efetivamente determinada por outras fontes, os interessados poderão recorrer a elas para obter acesso ao documento.
107. Finalmente, em relação ao argumento de que a Caixa Seguridade deveria dar publicidade ao acordo de acionistas da CSH por ser controladora da Wiz, destacamos que, nos termos da Lei 6.404/76 e da Instrução CVM nº 480/09, a condição de acionista controladora da Wiz não retira da CSH o direito de deixar de divulgar informações que possam comprometer seus interesses legítimos.
108. Do mesmo modo, tais normas não obrigam a acionista controladora a fornecer documentos a pedido de conselheiros de suas controladas, ainda que voltados à defesa dos interesses de tais controladas.

IV. Conclusão

109. Pelas razões expostas neste relatório de análise, a SEP reitera os posicionamentos externados no RA 138/17.
110. Assim sendo, nos termos do item III da Deliberação CVM nº 463/03, sugerimos o encaminhamento dos recursos da Caixa Seguridade e da Sra. Isabella Saboya ao Colegiado da CVM, por intermédio da Superintendência Geral desta Autarquia, para sorteio de relator.

Atenciosamente,

Alexandre Pinheiro Machado
Analista

Raphael Souza
Gerente de Acompanhamento de Empresas 3

De acordo,

À SGE,

Fernando Soares Vieira
Superintendente de Relações com Empresas

Ciente.

À EXE, para as providências exigíveis.

Alexandre Pinheiro dos Santos
Superintendente Geral

[1] Posteriormente a apresentação de seu expediente de recurso, a Caixa Seguridade apresentou novo expediente com informações complementares ao recurso original.

[2] Exceto quando de outro modo indicado, os termos em maiúsculas têm a definição que lhes foi dada no RA

[3] Posteriormente a apresentação de seu expediente de recurso, Isabella Saboya apresentou novo expediente com informações complementares ao recurso original.

[4] EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A comentada. Volume II – 28 Edição Revista e Ampliada. Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 229.

[5] IKPC - Indústrias Klabin de Papel e Celulose S.A. – Decisão do Colegiado da CVM de 16.07.2002

[6] Latas de Alumínio S.A. – Processo Administrativo Sancionador

[7] Light S.A. – Pedido de Interrupção de prazo de AGE

[8] Acordo de Acionistas firmado em 29.12.2011 – documento sob sigilo no processo

[9] A despeito de a Caixa Seguridade ter pleiteado prazo adicional para produção de provas.

[10] Parecer resumido de Otavio Yasbek, ex-diretor da CVM

[11] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Abuso de Minoria em Direito Societário: Abuso das Posições Subjetivas Minoritárias. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da USP. São Paulo, 2010.

[12] M&G Políester S.A. – Processo Administrativo Sancionador

[13] Por razões similares, a recorrente pleiteia auxílio da CVM para obter documentos pertinentes à abertura de capital da Wiz. Seu objetivo é confirmar que a Caixa Seguridade estava ciente e anuiu com a operação.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Machado, Analista**, em 22/02/2018, às 15:30, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza, Gerente**, em 22/02/2018, às 15:31, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 22/02/2018, às 19:39, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0442863** e o código CRC **2DFBD71F**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0442863** and the "Código CRC" **2DFBD71F**.*