



RELATÓRIO DE ANÁLISE
Audiência Pública 03/2009

Assunto: Minuta de Parecer de Orientação sobre disposições estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária.

1. Introdução

A minuta objeto da audiência pública nº 03/2009 (“Minuta”) trata das disposições estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária.

Conforme consta da própria Minuta, a CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições estatutárias (“Cláusulas Pétreas”) é incompatível com o disposto em diversos dispositivos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, em especial nos artigos 115, 121, 122, I, e 129.

A Minuta foi colocada em audiência pública entre os dias 18 de abril e 18 de maio de 2009 e o presente Relatório aborda as críticas e comentários recebidos.

2. Lista de participantes da audiência pública

Participaram da audiência pública:

- i. Associação Brasileira de Companhias Abertas (“ABRASCA”);
- ii. Associação Nacional dos Bancos de Investimento (“ANBID”);
- iii. Cetip S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (“Cetip”)
- iv. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”);
- v. Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (“IBRI”)
- vi. James Hirose;
- vii. Lefosse Advogados e Linklaters (“Lefosse”).
- viii. Carvalhosa e Eizirik Advogados (“Carvalhosa e Eizirik”)
- ix. Natura Cosméticos S.A. (“Natura”)
- x. Renato Chaves
- xi. Souza, Cescon Avedissian, Barriou e Flesch – Advogados (“Souza Cescon”);

Um participante, não acima relacionado, solicitou à CVM que mantivesse em sigilo sua manifestação.

3. Comentários

Em linhas gerais, a Minuta foi bem recebida pelo mercado e a maioria dos que se manifestaram aprovou a iniciativa.

Anbid, Cetip e Natura concordaram integralmente com a Minuta. Carvalhosa e Eizirik, IBGC, IBRI, James Hirose, Lefosse e Renato Chaves foram favoráveis e apresentaram sugestões no sentido de expandir o escopo ou os efeitos da Minuta. Souza Cescon apresentou sugestões, sem posicionar-se abertamente de forma contrária ou favorável à Minuta. Apenas a ABRASCA opôs-se expressamente à iniciativa.

3.1. Imposição de ônus a acionistas minoritários

A ABRASCA argumenta que a Minuta transferirá aos acionistas o ônus de fazer valer o direito de receber uma oferta prevista no estatuto. Como os acionistas detêm investimentos muitas vezes modestos, eles tenderiam a não buscar esse direito, ainda mais já tendo contra si um posicionamento da CVM.

O argumento sobre quem deve suportar o ônus de buscar a realização da oferta pública prevista em uma Cláusula Pétrea desconsidera a premissa básica da Minuta, que é a incompatibilidade da exigência dessa oferta com a lei.

Além disso, o argumento assume que a CVM estaria retirando dos acionistas a possibilidade de receber uma oferta, mas isso não é verdadeiro. As Cláusulas Pétreas e as *poison pills* têm o objetivo prático de inibir a realização de ofertas pelas ações da companhia; sem as Cláusulas Pétreas, os acionistas poderão efetivamente vir a decidir sobre ofertas que de outro modo não chegariam nem mesmo a receber.

3.2. Indefinição sobre a razoabilidade das restrições ao direito de voto

Para a ABRASCA, o argumento da Minuta de que as Cláusulas Pétreas representam uma restrição indevida e desproporcional do direito de voto ignora a principal questão, que é determinar quando a limitação de voto por outras regras – por exemplo, as do Novo Mercado da Bovespa – é legítima e proporcional.



A objeção apresentada não invalida o esforço de coibir um determinado caso em que essa restrição está claramente identificada e que, já neste momento, vem causando efeitos no mercado.

3.3. Papel da administração

Na opinião de Souza Cescon e de Lefosse, o Conselho de Administração deve se manifestar, caso a caso, a respeito de ofertas públicas de aquisição de ações da companhia para verificar se as Cláusulas Pétreas atendem ou não os interesses da companhia.

Lefosse sugere, ainda, que seja necessária autorização prévia do Conselho de Administração para que a Assembléia Geral possa aprovar a supressão dessas cláusulas.

A CVM acha interessante a sugestão de que o Conselho de Administração deve se manifestar sobre ofertas públicas de aquisições de ações envolvendo a companhia. Porém, essa sugestão vai além do escopo da Minuta. Nada impede a sua consideração em outra ocasião.

Por outro lado, a CVM entende que a exigência de autorização prévia do Conselho de Administração para suprimir as Cláusulas Pétras subtrai competência da Assembléia Geral, contrariando o disposto nos art. 121 e 122 da Lei nº 6.404, de 1976. Aliás, esses mesmos dispositivos foram elencados na Minuta como motivadores da manifestação da CVM em relação às Cláusulas Pétreas.

3.4. Segurança jurídica e credibilidade do mercado

A ABRASCA demonstra preocupação com o efeito do parecer sobre a segurança jurídica. Em seu entendimento, a CVM estaria pondo em risco a capacidade de os acionistas adotarem e confiarem em disposições estatutárias.

Souza Cescon externa preocupação semelhante e sugere que a CVM esclareça que, a despeito do parecer, a Cláusula Pétreas não seria decretada nula ou perderia sua eficácia.

Em primeiro lugar, a incerteza jurídica sobre a legalidade das Cláusulas Pétreas é anterior à Minuta. As próprias companhias que as adotaram reconheceram essa incerteza e identificaram-na nos prospectos de suas ofertas públicas como um fator de risco.



Em segundo lugar, a CVM considera que o argumento da segurança jurídica *in abstracto* não pode prevalecer diante da incompatibilidade pura e simples das Cláusulas Pétreas com a lei.

Por fim, quanto ao esclarecimento solicitado por Souza Cescon, a CVM já reconheceu em decisões precedentes que não possui competência para declarar a nulidade de atos jurídicos, razão pela qual entende desnecessário reiterar esse ponto no parecer.¹

3.5. Dimensões constitucionais da proposta

Para a ABRASCA, a eliminação de uma medida de proteção dos acionistas tem dimensões constitucionais referentes ao escopo da autonomia privada e ao caráter institucional do direito de propriedade, de modo que a proposta merece análise jurídica que considere a proteção aos direitos fundamentais.

Em primeiro lugar, se a Minuta acarreta algum impacto sobre o direito de propriedade dos acionistas, é para reforçar esse direito, não para limitá-lo, pois permite aos acionistas dispor de suas ações com maior facilidade. Vale lembrar que as cláusulas pétreas é que, na prática, impedem esse direito de livre disposição, assim como o exercício de outros direitos estabelecidos em lei.

Em segundo lugar, quanto à autonomia privada, ela não pode ser preservada em detrimento dos diversos dispositivos legais mencionados na Minuta. Ao contrário, a autonomia privada deve ser exercida nos limites da lei. Vale, aqui, destacar que a CVM não está proibindo nem declarando a nulidade das cláusulas pétreas, como mencionado acima.

3.6. Tratamento diferenciado entre companhias com controle pulverizado ou concentrado

Souza Cescon sugere que a CVM trate de forma diferenciada as companhias com controle concentrado e aquelas - com um percentual mínimo de dispersão acionária no momento em que deliberasse alterar ou suprimir a Cláusula Pétrea.

A Minuta apenas afirma a opinião da CVM de que as Cláusulas Pétreas não são compatíveis com dispositivos da Lei 6.404, de 1976. Acolher a proposta de tratamento diferenciado implicaria, em alguns casos, transigir na aplicação desses dispositivos legais, o que escapa à competência da CVM.²

¹ Processos CVM N° RJ/2004/4558, RJ/2004/4559, RJ/2004/4569 e RJ/2004/4583, de 21 de setembro de 2004.

² Processo CVM RJ N° 2005-7838, de 27 de dezembro de 2005.

3.7. Detalhamento dos fundamentos jurídicos da Minuta

Carvalhosa e Eizirik entende necessário que as justificativas jurídicas da Minuta sejam mais bem detalhadas, a fim de fornecer melhor orientação sobre a interpretação dessas disposições.

Nesse sentido, Carvalhosa e Eizirik desenvolve os argumentos contidos na Minuta sobre o exercício de voto no interesse da companhia (art. 115) e a soberania da assembléia (art. 121, 122, I, e 129).

Além disso, Carvalhosa e Eizirik propõe incluir o art. 106 da Lei 6.404, de 1976, na fundamentação da Minuta. Em seu entendimento, as Cláusulas Pétreas ferem esse dispositivo ao impor novo ônus patrimonial, pela realização de oferta pública, ao acionista que já integralizou o capital por ele subscrito.

Lefosse sugere que um dos fundamentos para a restrição às Cláusulas Pétreas é sua natureza de cláusula penal. Nesse sentido, as Cláusulas Pétreas seriam inválidas porque impõem uma penalidade excessiva ou desproporcional.

A CVM considera a fundamentação contida na Minuta suficiente para sua aplicação prática, sem prejuízo de maior aprofundamento pela comunidade jurídica ou pela própria CVM, na avaliação dos casos concretos que vierem a surgir.

3.8. Propostas de ampliação da Minuta

James Hirose entende que tanto as Cláusulas Pétreas como as *poison pills* se opõem à soberania das decisões da assembléia geral e, portanto, devem ser consideradas ilegais.

Souza Cescon propõe que a CVM recomende as medidas a serem adotadas no caso de procedimentos arbitrais ou judiciais que visem à invalidação ou anulação da Cláusula Pétreas.

A CVM entende que essas sugestões extrapolam o objeto da Minuta, que se restringe às Cláusulas Pétreas.

IBGC e Renato Chaves entendem que a CVM não deve conceder registro de companhia aberta a sociedades cujos estatutos contenham Cláusulas Pétreas; e, ainda, no caso de companhias já registradas, a CVM não deve registrar novas operações da companhia até a remoção da Cláusula Pétreas.



CVM Comissão de Valores Mobiliários

RELATÓRIO DE ANÁLISE - AUDIÊNCIA PÚBLICA 03/2009

A CVM considerou desnecessário e inoportuno definir *a priori* efeitos do parecer de orientação sobre o procedimento de registro de companhia aberta.

Além disso, a CVM entende que a segunda medida sugerida, qual seja, condicionar o registro de ofertas públicas de valores mobiliários à supressão das Cláusulas Pétreas, acabaria por prejudicar as companhias envolvidas e os próprios investidores.

Considerando ainda o disposto no art. 2º, parágrafo único, XIII da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, a CVM decidiu não condicionar o registro de ofertas públicas à supressão de Cláusulas Pétreas que já constem dos estatutos de companhias abertas.

O IBRI, por sua vez, propôs que as Cláusulas Pétreas só possam ser alteradas por aprovação de 2/3 do capital votante, ao invés de maioria simples.

A CVM não possui competência legal para aumentar o quorum exigido legalmente para deliberações da assembleia geral. Por esse motivo, a sugestão não pode ser acatada.

Original assinado por
MARCOS BARBOSA PINTO
Diretor

Original assinado por
OTAVIO YAZBEK
Diretor