

## NESTA EDIÇÃO

**A importância e urgência do contrato de indenidade para as companhias abertas**, por Alfried Plöger, 2

**Nova versão do Sistema Empresas NET** estará disponível em janeiro, 2

**Bovespa tem o maior volume financeiro negociado da história em 2017**, 3

**Notas S&C**, 4

*Pesquisa Deloitte: Agenda 2018 – Perspectivas e estratégias das empresas para um ano decisivo e de grandes transformações*

**Gente**, 4

*Pinheiro Neto Advogados anuncia novos sócios e consultores para 2018*

**CVM edita norma sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários**, 4

**SEC anuncia iniciativas de enforcement para combater ameaças cibernéticas e proteger investidores de varejo**, 4

**FSB publica relatório sobre as implicações de inteligência artificial e de machine learning para a estabilidade financeira**, 5

**Leniência financeira**, por Alexei Bonamin e Kenneth Ferreira, 5

**Voto Plural: quebrando paradigmas**, por Francisco Müssnich, 6

**Semana no Congresso**, 7

**Calendário do Conselho Diretor/Diretoria 2018**, 8

## Expediente

**Sistema de Informação Abrasca às Companhias Abertas - SIA & CIA** é editado pela Associação Brasileira das Companhias Abertas, São Paulo: Av. Brig. Luis Antônio, 2504 - Conj 151 - CEP 01402-000 - tel e fax (11) 3107-5557; Rio de Janeiro: Rua da Conceição, 105 - Salas 1304 e 1305 - CEP 20051-011 - tel (21) 2223-3656 - [www.abrasca.org.br](http://www.abrasca.org.br) - [abrasca@abrasca.org.br](mailto:abrasca@abrasca.org.br)

Alfried Karl Plöger - Presidente; Frederico Carlos Gerdau Johannpeter - 1º Vice-Presidente; José Salim Mattar Junior - 2º Vice-Presidente; Maurício Perez Botelho - 3º Vice-Presidente;

Antonio D. C. Castro, Guilherme Setubal Souza e Silva, Henry Sztutman, João Roberto Massoco Júnior, Luiz Serafim Spínola Santos, Maria Isabel Bocater, Morvan Figueiredo Paula e Silva, Paulo Cezar Aragão - Diretores.

Eduardo Lucano da Ponte - Presidente Executivo; Ivanildi Lustosa de Sousa Augusto - Supervisora Financeira

É permitida a transcrição das matérias, desde que citada a fonte. Solicita-se a remessa de um exemplar da publicação.

## **A importância e urgência do contrato de indenidade para as companhias abertas**

**Por Alfred Plöger, Presidente do Conselho Diretor da Abrasca**

O aumento das denúncias de corrupção no Brasil e uma ação mais efetiva dos órgãos reguladores elevaram substancialmente a procura pelo seguro D&O (Director and Officers Liability Insurance), também conhecido como Responsabilidade Civil dos Diretores e Executivos. Esta modalidade de seguro, segundo estimativa de mercado, deve fechar 2017 com crescimento entre 10% a 15% e nos próximos cinco anos registrar expansão acumulada de quase 70%, segundo previsão da BR Insurance.

De acordo com estatísticas da Superintendência de Seguros Privado (Susep), nos cinco primeiros meses de 2017 o volume de sinistros desta modalidade de seguros atingiu R\$ 90 milhões, contra R\$27 milhões no mesmo período de 2016. O Seguro D&O é uma prevenção para que os profissionais que exercem cargos de chefia não fiquem impedidos de acessar o seu patrimônio numa eventual ação.

Ocorre, porém, que com a edição da Medida Provisória 784, convertida na Lei 13.506, que eleva substancialmente as multas aplicadas pelo Banco Central e a CVM, muitas corretoras reajustaram substancialmente o valor dos prêmios do seguro D&O e diminuíram as coberturas.

Este cenário aponta, portanto, para a necessidade de se estabelecer normas para regular eventual relação contratual de indenidade. Trata-se de um contrato de indenização firmando pela companhia e seus administradores em caráter complementar ao seguro D&O. O instrumento já foi analisado pela CVM, que admitiu a existência dos contratos, mas não deixa claro quais características devem ser observadas para assegurar seus efeitos.

Nair Saldanha, sócia do escritório Bocater, Camargo, Costa e Silva & Rodrigues Advogados, em artigo publicado na Revista Capital Aberto, de agosto de 2016, chama a atenção para o potencial conflito de interesse do contrato. Ela cita que, conforme expôs a relatora Luciana Dias ao julgar o caso Banestes, a CVM admitiu a existência do instrumento ao solicitar, no item 12.11 do Formulário de Referência, que a companhia descreva acordos dessa natureza.

## **PROPOSTAS DA ABRASCA**

Cabe ressaltar que muitos associados já manifestaram preocupações em relação às restrições impostas pelas seguradoras na cobertura das apólices dos seguros de responsabilidade civil dos administradores (D&O). Por essa razão a **Abrasca** enviou consulta à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM, pedindo que analisasse a possibilidade de uma cobertura complementar ao seguro D&O a ser realizada pelas próprias companhias, através do contrato de indenidade.

Em nosso entender esta proteção buscaria mitigar ou neutralizar os efeitos adversos gerados pelas restrições do mercado securitário, o que poderia, em última análise, afastar bons profissionais para o cargo de administradores de companhias abertas.

A **Abrasca** entende ser relevante que esta nova orientação seja considerada na edição de um eventual parecer da Autarquia, reforçando um dos pleitos de seus associados, referente à possibilidade de cobertura de multas e penalidades sofridas pelos administradores através no contrato de indenidade.

Segundo a análise do grupo de estudos organizado pela **Abrasca**, a estrutura proposta para o contrato de indenidade, que busca endereçar o potencial conflito de interesses, deveria, resumidamente, conter:

(i) Inclusão de previsão estatutária da possibilidade de indenização de membros da administração e comitês estatutários, em caráter complementar à proteção do seguro D&O, por perdas financeiras decorrentes de atos regulares de gestão praticados sem a configuração de culpa grave ou dolo;

(ii) Aprovação prévia por assembleia geral de minuta padrão do contrato de indenidade e de um valor máximo de reembolso, passível de revisão de tempos em tempos;

(iii) Vedação da participação de administrador ou membro de comitê estatutário ou de qualquer outro administrador envolvido na mesma demanda que estiver pleiteando a indenidade na reunião do órgão que deliberar sobre o pagamento dos valores;

(iv) Contratação de um terceiro independente para emitir parecer sobre o reembolso quando o valor da indenização superar certa quantia.

(Publicado na Revista RI nº 217, Dez 2017 / Jan 2018)

## **Nova versão do Sistema Empresas NET estará disponível em janeiro**

A partir do dia 02 de janeiro estará disponível a versão 12.0 do Sistema Empresas NET. O Ofício 04 da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem como objetivo informar às companhias abertas, estrangeiras, incentivadas e às instituições depositárias emissoras de BDR Nível I não patrocinado que a nova versão contempla: (i) alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 586/17 para o Formulário Cadastral – FCa, Formulário de Referência – FRe, formulário de Informações Trimestrais - ITR e formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP e (ii) aprimoramento no preenchimento do quadro 15.1/2 (Posição acionária) do FRe.

A Abrasca sempre apoiou as iniciativas de aprimoramento do Sistema Empresas NET através do envolvimento dos profissionais das companhias na formulação de sugestões.

Até 31/01/2018, serão aceitos documentos gerados pela versão atual e por esta versão 12.0, exceto o FRe de 2018 que deve ser gerado exclusivamente na versão 12. A partir de 01/02/2018 somente serão aceitos documentos gerados pela versão 12.0.

O download da versão 12.0 poderá ser feito pela página eletrônica da CVM na rede mundial de computadores ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br), seção INFORMAÇÕES DE REGULADOS, Companhias, Empresas.NET ou por meio da Central de Sistemas, Informações sobre companhias, Programas de envio de documentos – Downloads), bem como pela página da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) ([www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br) - Serviços – Serviços para Empresas, Mais Serviços, Sistema Empresas.NET).

A versão 12.0 somente poderá ser instalada em computadores que sigam o padrão IBM (PC), tenham o Microsoft.Net Framework 4 ou superior e o sistema operacional Windows Vista Service Pack 1 ou superior ou Windows 7 Service Pack 1 ou Windows 10 na arquitetura de 32 ou 64 bits. Recomenda-se o uso do sistema operacional Windows 7.0 na arquitetura de 32 ou 64 bits.

Antes da instalação da versão 12.0 deve-se realizar o backup dos formulários não entregues existentes na versão anterior do Sistema Empresas.NET, por meio da função "Backup". Após a instalação da nova versão, para a recuperação dos arquivos, se necessário, deve ser utilizada a função "Importar".

Informamos que dúvidas referentes à instalação, utilização e funcionamento do Sistema Empresas.NET, assim como o relato de problemas ou dificuldades no envio de documentos, devem ser encaminhados para a Superintendência de Suporte à Pós Negociação da B3 (SSP).

O contato com a SSP pode ser feito: (a) nos dias úteis, das 7 às 22 horas por meio do e-mail [ssp@b3.com.br](mailto:ssp@b3.com.br) e pelo telefone (11) 2565-5000 opção 8; (b) após as 22 horas e em finais de semana e feriados, exclusivamente pelo telefone (11) 2565-5000 opção 8. As questões recebidas após as 22 horas dos dias úteis e em fins de semana e feriados serão tratadas após as 7 horas do dia útil seguinte, exceto as relacionadas à disponibilidade do sistema para o recebimento de informações, as quais serão tratadas imediatamente.

## **Bovespa tem o maior volume financeiro negociado da história em 2017**

**Volume da Bovespa é equivalente ao do Facebook. Petrobras PN é a ação que tem o maior volume e segmento de bancos lidera a lista**

A Economatica (Provedora de informações financeiras) fez um levantamento em que apresenta a evolução do volume financeiro médio diário anual da Bovespa desde 2002 com valores nominais, ajustados pelo IPCA e em dólares. Foram considerados os valores de transação no mercado à vista negociado na Bovespa.

### **Bovespa em valores nominais**

O volume financeiro médio diário movimentado na Bovespa no ano de 2017 até o dia 11 de dezembro de 2017 é de R\$ 7,64 bilhões/dia, que é o maior valor já movimentado pela

Bovespa na sua história. O maior valor anterior em amostras nominais (sem ajustes por inflação) foi no ano de 2013 com R\$ 6,58 bilhões/dia.

O crescimento percentual no ano de 2017 com relação a 2016 é de 16,95%, melhor desempenho desde 2010 quando a Bovespa teve crescimento de 21,54% com relação ao ano de 2009.

### **Bovespa em dólares**

O volume financeiro médio diário da Bovespa no ano de 2017 até o dia 11 de dezembro é de US\$ 2,40 bilhões/dia, valor 26,54% superior ao do ano de 2016 quando a Bovespa movimentou US\$ 1,89 bilhões/dia.

O melhor momento da Bovespa em dólares aconteceu no ano de 2011, quando o volume médio diário foi de US\$ 3,39 bilhões/dia.

### **Bovespa em Reais ajustados pelo IPCA**

O volume financeiro médio diário da Bovespa em 2017 com valores ajustados pelo IPCA é de R\$ 7,73 bilhões, valor superior ao de 2016 em 12,97%.

O maior valor negociado na Bovespa em valores ajustados pelo IPCA foi no ano de 2010, quando foram negociados R\$ 8,91 bilhões/dia.

Após três anos consecutivos de queda de volume financeiro, em 2017 a Bovespa consegue reverter à sequência.

O pior momento da Bovespa na amostra de 2002 até 2017 foi registrado em 2015, quando a Bovespa perdeu -13,01% com relação ao ano de 2014.

### **As ações com maior volume financeiro diário anual em 2017**

A lista das 20 ações ativas em dezembro com maior volume financeiro médio diário no ano de 2017 é liderada pela ação da Petrobras PN (PETR4) que no ano de 2017 negociou em média por dia R\$ 564,1 milhões. Este valor é inferior ao do ano de 2016 em 9,72%. O volume da PETR4 representa 7,29% do volume médio diário movimentado pela Bovespa em 2017.

As 20 ações com maior movimento concentram 49,79% do total negociado na Bovespa no ano de 2017. As cinco ações mais negociadas detêm 24,33% do total da Bovespa.

O segmento de Bancos é o que tem mais representantes entre as 20 ações mais negociadas, seguido pelo segmento Bovespa de Exploração, refino e distribuição.

### **Segmentos da Bovespa mais representativos**

O segmento de Bancos é o que registra o maior volume de negociação no ano de 2017 com R\$ 1,24 bilhões ou 16,15% do total da Bovespa.

Os 20 segmentos com maior volume financeiro em 2017 representam 77,92% do total da Bovespa. Já os cinco segmentos com maior volume representam 43,62% do total.

### **LATAM**

O volume financeiro da Bovespa diante de outras cinco bolsas da América Latina (Argentina, Chile, Peru, Colômbia e México) concentra 80,27% dos mercados da América Latina.

A bolsa do México é a segunda mais representativa com 12,26% e o mercado do Peru o que tem o menor volume financeiro com 0,74% da amostra.

O volume financeiro das bolsas latinas é muito concentrado no Brasil, que acaba sendo o mercado mais representativo do continente. Porém, se compararmos o volume das bolsas latinas com os volumes de negociação das empresas dos USA, verificamos que, por exemplo, o volume movimentado por todos os seis mercados em 2017 é equivalente ao movimentado pela empresa Amazon, que no mesmo período movimentou US\$ 3,4 bilhões em média por dia, valor bem superior ao dos mercados latinos.

Se compararmos o volume do mercado brasileiro verificamos que em 2017 o volume do Facebook é superior com US\$ 2,6 bilhões contra os US\$ 2,4 bilhões da Bovespa. Já a bolsa mexicana, por exemplo, movimentou um pouco menos que a empresa 3M Company.

Veja o levantamento completo dos dados em:

<https://goo.gl/sEnJZp>.



## Notas S&C

**Pesquisa Deloitte:  
Agenda 2018 – Perspectivas  
e estratégias das empresas  
para um ano decisivo e de  
grandes transformações**

Com o objetivo de identificar as tendências e as expectativas do mercado para 2018 – um ano que combina a possibilidade de prosseguimento das reformas estruturantes com o contexto de eleições gerais –, a Deloitte foi ao mercado entrevistar as empresas sobre o que esperam para o próximo ciclo dos negócios.

Os resultados da pesquisa indicam uma aposta na recuperação econômica, no aumento das receitas e na retomada de investimentos. A pesquisa também reitera a importância dos aportes em infraestrutura, bem como da condução das reformas tributária e da previdência.

Acesse o estudo em:  
<https://goo.gl/cNKVYy>.

## Gente

**Pinheiro Neto Advogados  
anuncia novos sócios e  
consultores para 2018**

O associado Pinheiro Neto Advogados anunciou a nomeação de seis novos sócios para 2018. São eles: **Diego Caldas Rivas de Simone** (Tributário), **Luis Cláudio Furtado Faria** (Contencioso), **André Vertullo Bernini** (Empresarial), **Pythagoras Carvalho** (Empresarial), **Maurício Fróes Guidi** (Trabalhista) e **Larissa Galimberti** (Empresarial).

Também para o ano que vem, cinco advogados sêniores tornam-se consultores: **Marcos Saldanha Proença** (Empresarial), **Maria Christina Motta Gueorguiev** (Contencioso), **Rafael Marchetti Marcondes** (Tributário), **Beatriz F. R. Seixas** (Empresarial) e **Manuela Mendes Prata** (Trabalhista).

## CVM edita norma sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou no dia 17 de novembro a Instrução CVM 592, que estabelece arcabouço regulatório sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários. A regulamentação segue a linha das instruções editadas nos últimos anos para outros participantes do mercado.

Outros pontos que merecem destaque são:

- Estabelecimento de regime informacional a ser entregue anualmente pelos consultores de valores mobiliários, contemplando dados relacionados à sua atuação profissional;

- Regras de conduta que ressaltam o dever fiduciário do consultor com o cliente e a independência na atuação, assim como o tratamento a ser dado em casos de conflitos de interesses;

- Previsão de requisitos para concessão e manutenção de autorização dos consultores de valores mobiliários, inclusive, e em linha com requisito existente em outras normas específicas recentemente editadas pela CVM, a aprovação em exame de certificação previamente definido pela Autarquia; e

- Previsão de que a remuneração do consultor deve advir principalmente dos clientes, devendo qualquer benefício ou vantagem obtida pelo consultor em função de sua atuação ser transferida ao cliente, exceto em casos de clientes que sejam investidores profissionais.

A CVM não acatou as sugestões que permitiam que consultor implementasse, em nome dos clientes, as ordens que reflipam suas recomendações. Em contrapartida, a norma admite que o consultor de valores mobiliários, as entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e os clientes em comum estabeleçam canais de comunicação e ferramentas que confirmam maior agilidade e segurança à implementação das recomendações e execução de ordens.

Adicionalmente, estão sendo editadas a Instrução CVM 593, com alterações às Instruções 497, 539 e 558, e a Deliberação CVM 783, que trata dos exames de certificação aceitos pela CVM para fins de obtenção de autorização como consultor.

(Publicado no Boletim Normativo BSM, nº 122 – Novembro de 2017)

## SEC anuncia iniciativas de enforcement para combater ameaças cibernéticas e proteger investidores de varejo

A Securities and Exchange Commission – US SEC anunciou duas novas iniciativas que irão aprimorar as ações de sua divisão de Enforcement para lidar com ameaças cibernéticas e proteger investidores de varejo: (i) a criação de uma Unidade Cibernética que se concentrará em má conduta relacionada a riscos cibernéticos e (ii) a organização de uma força-tarefa de estratégia de varejo que implementará iniciativas que afetem diretamente investidores de varejo no âmbito destas ameaças.

A Unidade Cibernética irá utilizar os conhecimentos obtidos pela Divisão de Enforcement da SEC neste tema e focar seus esforços em combater práticas abusivas, tais como:

- esquemas de manipulação de mercado envolvendo informações falsas propagadas por meio de mídia eletrônica e social;

- hacking para obtenção de informações confidenciais não públicas;

- violações envolvendo tecnologias de moedas virtuais;

- má conduta disseminada pela dark web;

- invasões em contas de clientes de varejo;

- ameaças a plataformas de negociação e outras infraestruturas de mercado.

A Força-Tarefa de Estratégia de Varejo desenvolverá iniciativas específicas para identificar condutas que impactem diretamente os investidores de varejo por meio da aplicação dos conhecimentos obtidos pela divisão de Enforcement e da disseminação de tecnologia e de análise de dados utilizados para identificar tais práticas abusivas. A força-tarefa incluirá equipes das áreas de enforcement, educação e certificação de toda a autarquia.

(Publicado no Boletim Normativo BSM, nº 120 – Setembro de 2017)

## **FSB publica relatório sobre as implicações de inteligência artificial e de machine learning para a estabilidade financeira**

O Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) publicou em 1º de novembro um relatório avaliando as implicações para a estabilidade financeira do crescente uso de inteligência artificial (AI, na sigla em inglês) e de machine learning em serviços financeiros.

A elaboração do relatório foi motivada pelo crescente uso dessas tecnologias em uma variedade de aplicações em todo o sistema financeiro. As instituições estão otimizando seu capital com o uso de técnicas de AI de machine learning, bem como modelos de back-testing e análises de impacto no mercado de negociação de grandes posições. Por outro lado, hedge funds, corretoras e outras empresas de investimento estão utilizando isto para encontrar sinais para maiores retornos e otimização de execução de negócios. As instituições do setor público e privado podem usar essas tecnologias para compliance regulamentar, monitoração, avaliação da qualidade de informações e detecção de fraude.

A análise do FSB revela uma série de benefícios e potenciais riscos para a estabilidade financeira que devem ser monitorados à medida que a tecnologia seja adotada nos próximos anos e à medida que mais informações se tornem disponíveis.

- O processamento mais eficiente de informações, por exemplo, em mercados financeiros e interações com clientes, pode contribuir para um sistema financeiro mais eficiente. As aplicações de AI e machine learning por reguladores podem ajudar a melhorar a conformidade regulamentar e aumentar a eficácia da supervisão.

- As aplicações de AI e machine learning podem resultar em formas novas e inesperadas de interconexão entre mercados financeiros e instituições, por exemplo, com base na utilização por várias instituições de fontes de dados anteriormente não relacionadas.

- Os efeitos de internet e a escalabilidade de novas tecnologias podem, no futuro, dar origem a depen-

dências de terceiros. Isso poderia, por sua vez, levar ao surgimento de novos participantes sistemicamente importantes que poderiam ficar fora do perímetro regulatório.

- A falta de interpretabilidade ou auditabilidade de AI e dos métodos de machine learning pode se tornar um risco de nível macro. Da mesma forma, um uso generalizado de modelos opacos pode resultar em consequências não desejadas.

- Tal como acontece com qualquer serviço novo, será importante avaliar os usos destas novas tecnologias em vista de seus riscos, incluindo a aderência aos relevantes protocolos de privacidade de dados, condução de riscos e segurança cibernética. Testes adequados e treinamento de ferramentas com dados imparciais e mecanismos de feedback são importantes para garantir que os aplicativos façam o que eles pretendem fazer.

(Publicado no Boletim Normativo BSM, nº 122 – Novembro de 2017)

## **Leniência financeira**

**Por Alexei Bonamin e Kenneth**

**Ferreira**, sócios da área de mercado de capitais, bancária e enforcement financeiro de TozziniFreire Advogados

Em decorrência da perda de eficácia da MP nº 784 de 2017, foi aprovado pelo Congresso um projeto de lei sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central (BC) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que foi finalmente sancionado por meio da Lei nº 13.506 de 13 de novembro de 2017 (Lei 13.506).

Essa lei dispõe sobre infrações administrativas, penalidades, meios alternativos de solução de controvérsias (termo de compromisso e acordo administrativo em processo de supervisão), medidas coercitivas e acautelatórias, rito do processo administrativo sancionador, tipos penais, liquidação extrajudicial de instituições financeiras, transações entre partes relacionadas de instituições financeiras, controles cambiais, crédito rural, bem como uma ampla alteração e consolidação da legislação vigente.

É evidente que a Lei 13.506 é meritória por dotar o BC e a CVM de meios mais efetivos de supervisão e fiscaliza-

ção, assim como de meios alternativos para a solução de controvérsias.

Por outro lado, a nova lei causa preocupação por prever algumas infrações genéricas e tipos infracionais abertos; multas sem critérios específicos de dosimetria previstos em lei; mudanças nos crimes de insider trading e manipulação de mercado sem a devida discussão pública, e programa de leniência (acordo administrativo em processo de supervisão) que carece de atratividade e previsibilidade.

Dentre os pontos de preocupação, talvez o que chame mais atenção é o programa de leniência. No mundo inteiro, os programas de leniência são revolucionários ao alterarem os incentivos dos agentes de mercado, estimulando uma corrida aos reguladores para confessar práticas ilícitas. Em alguns países, os programas de leniência são tão poderosos que chegam a representar a grande parte das investigações de cartéis.

Ocorre que a efetividade de um programa de leniência está diretamente relacionada à sua atratividade e previsibilidade. Sem esses elementos e clareza das regras, os agentes de mercado não têm incentivos para confessar práticas ilícitas aos reguladores. Simples assim.

Geralmente, os principais pontos de atratividade e previsibilidade de um programa de leniência são a imunidade completa automática para o primeiro que confessar uma prática ilícita, quando não houver investigação em curso; a possibilidade de acordo de leniência parcial, mesmo se já existir investigação em curso; e a imunidade criminal para os indivíduos que cooperarem. Obviamente os benefícios acima somente são concedidos em troca de confissão, cessação de prática ilícita e cooperação com as autoridades, entre outras formas de compromisso.

Todavia, os quesitos de atratividade e previsibilidade de um programa efetivo de leniência infelizmente não foram incorporados na Lei 13.506, a qual não outorga imunidade completa automática para o primeiro que confessar a prática ilícita, não prevê a possibilidade de acordo de leniência parcial e não concede imunidade criminal para os indivíduos que cooperarem. Para piorar, o programa de leniência nem se chama leniência, que é o nome mundialmente adotado, mas, sim, acordo administrativo em processo de supervisão. Ou seja, tem a finalidade de leniência, parece leniência, mas não se chama leniência.



Ter um programa de leniência que não é atrativo significa abrir mão dos ganhos que um moderno meio de solução de controvérsias traz à sociedade. Em todo o mundo, os programas de leniência permitem a identificação e punição de ilícitos que são confessados aos reguladores. Na maioria dos casos, sem essas confissões, os reguladores nunca iriam descobrir os referidos ilícitos e, conseqüentemente, não haveria punições. Nos dias atuais, a sociedade brasileira não pode abrir mão de identificar e punir todo e qualquer ilícito.

Ademais, quando estamos falando de um programa de leniência efetivo, também estamos falando de proteção criminal de indivíduos. Quem pratica os atos ilícitos são indivíduos e, sem as confissões deles, muitos acordos de leniência ficarão prejudicados. Por exemplo, faz sentido imaginar que um indivíduo irá confessar voluntariamente para a CVM um crime de insider trading apenas para conseguir a imunidade das penas administrativas, ficando exposto à sanção penal? Nos parece que não.

Da mesma forma, é difícil imaginar que a solução tampão que vem sendo adotada para conceder benefícios para indivíduos nos casos da Lei nº 12.846/13 (“Lei Anticorrupção”) também se aplique à grande maioria dos ilícitos envolvendo o sistema financeiro e mercado de capitais. Tendo em vista que a Lei Anticorrupção apenas concede benefícios para pessoas jurídicas, alguns casos recentes têm-se socorrido da Lei nº 12.850/13 (“Lei de Organização Criminosa”) para conceder benefícios, por meio de colaboração premiada, para indivíduos implicados na Lei Anticorrupção.

Contudo, a Lei de Organização Criminosa pressupõe a existência de uma organização criminosa com todos os seus requisitos característicos definidos em lei. Assim, não nos parece plausível que essa solução possa ser aplicada para a maioria esmagadora dos ilícitos envolvendo o sistema financeiro e mercado de capitais. Utilizando o mesmo exemplo acima, a grande maioria dos casos de insider trading são praticados por um ou poucos indivíduos, não se enquadrando, portanto, no conceito de organização criminosa definido em lei.

Finalmente, é importante destacar novamente o mérito da promulgação da Lei 13.506. Não obstante as críticas apresentadas acima, há muito tempo o Brasil precisava elevar a régua de seu enforcement financeiro. Claramente, o enforcement fi-

nanceiro no Brasil estava defasado em relação ao tamanho e importância do seu sistema financeiro e mercado de capitais. A Lei 13.506 vem corrigir tardiamente boa parte dessas distorções.

Entretanto, perdemos uma grande oportunidade de implementar de forma efetiva e atrativa um meio moderno e mundialmente utilizado para solução alternativa de controvérsias, como a leniência financeira.

(Publicado no Valor Econômico de 18 de dezembro de 2017)

## Voto Plural: quebrando paradigmas

Por Francisco Müssnich, advogado no Rio de Janeiro e São Paulo e sócio do BMA – Barbosa, Müssnich, Aragão

Desde 1940, estabeleceu-se no Brasil a regra do “one share, one vote”. Cada ação ordinária de uma companhia corresponde um voto nas deliberações da assembleia-geral, preservando a proporcionalidade entre capital investido e controle societário. A regra foi mantida no art. 110, §2º, da Lei nº 6.404/1976, vedando a possibilidade de se atribuir voto plural a qualquer classe de ações.

Entretanto, as transformações sociais e econômicas que ocorrem num mundo globalizado e cada vez mais competitivo exigem uma nova reflexão sobre o tema.

Se, por um lado, durante décadas, um bom governo corporativo significava a adoção do modelo do “one share, one vote”, por outro, nos últimos anos, há uma mudança estratégica nos negócios globais, tendo os mais diferentes ordenamentos jurídicos flexibilizado a regra (Argentina, Inglaterra, Japão, Holanda, Finlândia, EUA, França e Itália).

A Argentina permite que o estatuto social confira a cada ação ordinária o direito de até cinco votos. No entanto, veda-se a emissão de ações de voto privilegiado após a companhia ter sido autorizada a realizar oferta pública de suas ações, (art. 216 da Lei nº 19550).

Nos Estados Unidos é recorrente a adoção de ações com voto plural. A título de exemplo, Facebook, LinkedIn, Groupon, Google, adotaram

em seus IPO’s o modelo da “dual-class shares”, dando a seus fundadores poder de voto até 150 vezes maior do que o concedido aos novos investidores. A razão da adoção desse modelo está no fato de que os fundadores teriam maior interesse e comprometimento com o sucesso de longo prazo da companhia. Optou-se então pelo sistema em que haveria dois grupos de ações, em que o grupo das ações de classe A estaria submetido ao sistema de voto proporcional, estando tais ações livres para serem negociadas no mercado, enquanto o grupo de classe B de titularidade de investidores de longo prazo estaria sob o sistema do voto plural. Nesse último caso, as ações de classe B poderiam ser negociadas no mercado, mas, caso transferidas, perderiam o benefício do voto plural.

Atualmente o §313.00 do NYSE Listed Company Manual proíbe a emissão de nova classe de ações sob o regime de voto plural que venha a diminuir o poder de voto dos acionistas. Todavia, esse mesmo dispositivo permite que ações com poder de voto diferenciado sejam emitidas (i) antes de um IPO; (ii) após a companhia ter realizado um IPO desde que tenham as mesmas características das ações já emitidas; (iii) respeitando a composição pré-existente do capital votante; e (iv) sob certas condições, em caso de aquisição da companhia.

Ainda no cenário norte-americano, destaca-se o IPO realizado pela Snapchat no primeiro semestre desse ano. A companhia possui três classes de ações ordinárias (A, B e C): as ações de classe A não conferem direito de voto aos seus titulares, as de classe B conferem um voto para cada ação, e as de classe C conferem dez votos por ação. É espantoso, mas foram justamente as ações de classe A que foram objeto do IPO. No entanto, apesar de soar estranho, ações ordinárias sem direito a voto servem ao mesmo objetivo das ações com voto plural: manter com os fundadores o poder decisório sobre a Companhia.

A França, por meio da Lei Florange (Lei nº. 2014-384) passou a aceitar o voto plural como reação à crescente perda de espaço das empresas francesas no mercado. Com tal mudança, hoje é possível conferir dois votos para cada ação (i) ao acionista que manti-

ver seus papéis por, no mínimo, dois anos em uma companhia fechada e (ii) ao acionista que mantiver suas ações por quatro anos em uma companhia aberta, desde que haja previsão estatutária autorizativa.

A Itália, por sua vez, em 2014, por meio do Decreto nº 91/2014 convertido na Lei nº 116/2014, também passou a permitir o voto plural. Para as companhias listadas, limitou-se o número de votos por ação a dois, só podendo obter tal benefício os acionistas com mais de dois anos de investimento na companhia, seguindo a mesma lógica da legislação francesa.

Para as companhias fechadas, possibilitou-se a emissão de ações com até três votos, com circulação livre, sem restrição quanto ao tempo que o acionista deve manter seu investimento na companhia para que usufrua do voto plural. A inserção dessa cláusula em companhias fechadas deve ser aprovada por mais de dois terços dos sócios, sendo ainda necessária oferta pública de ações aos demais acionistas, caso um acionista reúna mais de 30% do voto.

Para entender o real benefício do voto plural, imaginemos uma startup, cujos fundadores procuram investidores para alavancar seus projetos, mas não pretendem vender suas ações, uma vez que – dentro da lógica do art. 110, §2º – isso implicaria na perda do poder de controle. Admitindo-se no nosso ordenamento a possibilidade de voto plural, ou seja, permitindo uma dissociação entre poder político e capital investido, seria muito mais fácil para essas companhias receberem novos investimentos, o que inclusive os investidores confiam no know-how e na expertise dos fundadores, estando interessados na realidade no lucro que o investimento poderá lhes render.

Portanto, eventual mudança na legislação brasileira, de forma análoga ao ocorrido em outras jurisdições, poderia representar uma válvula de escape para recuperar companhias com problemas financeiros ou assegurar a permanência dos fundadores, estando de acordo com a tendência global, podendo representar um incentivo para que essas companhias recebam novos investimentos de forma mais simples e objetiva.

(Publicado no Valor Econômico de 15 de dezembro de 2017)

## Semana no Congresso

Segue a pauta das atividades legislativas da Câmara e do Senado selecionada pelo associado **Souza, Cescon, Barriou & Flesch Advogados** para a semana de **18 a 22 de dezembro de 2017**:

### CÂMARA DOS DEPUTADOS

#### Plenário

O Plenário da Câmara dos Deputados pautou para esta semana as seguintes proposições legislativas:

- **Agência Multilateral de Garantia para Investimentos.** O Plenário da Câmara dos Deputados discutirá, em turno único, o Projeto de Decreto Legislativo nº 389/2016 que aprova os textos das Emendas aos artigos 11 e 12 da Convenção que Estabelece a Agência Multilateral de Garantia para Investimentos (AMGI), adotadas pela Resolução nº 86, do Conselho dos Governadores, em 30 de julho de 2010. A AMGI tem por objetivo encorajar o investimento estrangeiro visando complementar programas nacionais e regionais de garantia de investimento. **Acesse aqui:** <https://goo.gl/t71mD4>.

- **Abertura de Capital Estrangeiro nas Cias Aéreas.** Encontra-se na pauta do Plenário da Câmara dos Deputados, o Requerimento nº 7.109/2017 que solicita urgência na análise do Projeto de Lei nº 2.724/2015 que eleva a participação do capital estrangeiro com direito a voto nas empresas de transporte aéreo.

#### Comissões

##### Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria, Comércio e Serviços (“CDEICS”)

A CDEICS realiza no dia 19 de dezembro, às 9h30, reunião deliberativa em que foram pautados, entre outros, os seguintes temas:

- **Participação nos Lucros.** O Projeto de Lei nº 6.387/16 trata da participação dos trabalhadores nos lucros ou resultados da empresa, ao facultar às empresas a manutenção simultânea de mais de um programa de distribuição de lucros e resulta-

dos. O relator desse projeto é a Dep. Conceição Sampaio (PP-AM). **Acesse aqui:** <https://goo.gl/tHcqAx>.

- **Financiamento pelo BNDES.** O Projeto de Lei nº 5.839/2016 estabelece condições para a concessão de financiamentos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O relator desse projeto é o Dep. Jorge Côrte Real (PTB-PE). **Acesse aqui:** <https://goo.gl/pF4Ky3>.

##### Comissão de Finanças e Tributação (“CFT”)

A CFT realiza no dia 19 de dezembro, às 14 horas, reunião deliberativa em que foram pautados, entre outros, os seguintes projetos:

- **FGTS para Abertura de Empresa.** O Projeto de Lei nº 7.555/2014 acrescenta inciso ao art. 20 da Lei nº 8.036, de 11 de maio de 1990 (Lei do FGTS) a fim de permitir a movimentação da conta vinculada do trabalhador para fomentar a abertura de micro e pequenas empresas. O relator desse projeto é o Dep. Júlio Cesar (PSD-PI). **Acesse aqui:** <https://goo.gl/uTwBPZ>.

- **Regras de PPP's.** O Projeto de Lei nº 2.892/2011 trata do aprimoramento das regras que regem as Parcerias Público Privadas. O relator desse projeto é o Dep. Lindomar Garçon (PRB-RO). **Acesse aqui:** <https://goo.gl/BXb9rk>.

##### Comissão Especial do Projeto de Lei nº 2.303/2015 – Moedas Virtuais

- **Audiência Pública. Moedas Virtuais.** A Comissão Especial realiza no dia 19 de dezembro, às 14h30, audiência pública para tratar da inclusão das moedas virtuais e programas de milhagem aéreas na definição de arranjos de pagamento sob a supervisão do Banco Central. Foram convidados os Senhores Bruno Balducci (Advogado em Direito Bancário e do Mercado Financeiro e Sócio do Pinheiro Neto Advogados), Courtney Guimarães (Estatístico, Engenheiro de sistemas, Facilitador e Cientista), Rogério Mori (Professor da Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas),

Wisley Salomão (Delegado da Coordenação de Repressão aos Crimes contra o Consumidor, a Ordem Tributária e a Fraudes – CORF da Polícia Civil do DF), e Paulo Binicheski (Promotor de Justiça Titular da 1ª Promotoria de Defesa dos Direitos do Consumidor – MPDFT).

• **Audiência Pública. Moedas Virtuais.** A Comissão Especial realiza no dia 20 de dezembro, às 14h30, audiência pública para tratar da inclusão das moedas virtuais e programas de milhagem aéreas na definição de arranjos de pagamento sob a supervisão do Banco Central. Foram convidados os Senhores Rodrigo Vieira (Advogado especialista em Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, Sócio do Tozzini Freire Advogados e conhecedor das melhores práticas no uso da tecnologia), Marcelo Godke (Advogado com mais de 20 anos de experiência em Direito Bancário, do Mercado Financeiro e de Capitais e Professor do Insper), Diego Perez (Presidente do Blockchain Hub Brasil, especialista em Direito Digital e das Novas Tecnologias), Pablo Cerdeira (Professor e coordenador do Centro de Pesquisas em Direito e Tecnologia da FGV Direito Rio) e Evandro Pontes (Advogado, Mestre e Doutor pela USP e com 23 anos de experiência em Direito Bancário, Professor de Direito do Mercado de Capitais e Direito Societário).

**NOVOS PROJETOS DE LEI**

Abaixo seguem novas proposições legislativas protocoladas no

Congresso Nacional na semana passada, e que podem impactar a esfera privada.

**Câmara dos Deputados**

• **Exploração e Produção de Petróleo, Gás Natural.** O Projeto de Lei nº 9.302/2017 estabelece a política de conteúdo local para as atividades de exploração e produção de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos. **Acesse em:** <https://goo.gl/P1BYN4>.

• **Empreendimentos Petrolíferos.** Realização de Consultas Públicas. O Projeto de Lei nº 9.315/2017 modifica a Lei 9.478 de 6 de agosto de 1997 (Lei do Petróleo) para incluir a obrigação da realização de consultas públicas com caráter vinculante nas áreas afetadas pelos empreendimentos e projetos da indústria do petróleo. **Acesse em:** <https://goo.gl/qrXWvX>.

• **Programa Nacional do Bioquerosene.** O Projeto de Lei nº 9.321/2017 estabelece o Programa Nacional do Bioquerosene para o incentivo à pesquisa e o fomento da produção de energia à base de biomassas, visando à sustentabilidade da aviação brasileira. **Acesse em:** <https://goo.gl/cAXa6r>.

• **Lei de Introdução às Obrigações Mercantis.** O Projeto de Lei nº 9.324/2017 institui a Lei de Introdução às Obrigações Mercantis, aplicadas a todas as obrigações

contraídas por empresários, relacionadas ao exercício de sua atividade econômica e a todos os atos de comércio praticados por quem não seja empresário. **Acesse em:** <https://goo.gl/wcyXkZ>.

• **Internação Hospitalar.** O Projeto de Lei nº 9.343/2017 altera a Lei nº 9.656, de 03 de junho de 1998 (Lei dos planos e seguros privados de assistência à saúde) para tratar da co-participação nos casos de internação hospitalar. **Acesse em:** <https://goo.gl/YWYJNj>.

• **Recarga de Gás.** O Projeto de Lei nº 9.349/2017 permite a venda e recarga de botijões de Gás Liquefeito de Petróleo - GLP e Gás Natural nos postos de gasolina. **Acesse em:** <https://goo.gl/GyaAUS>.

• **Startups.** O Projeto de Lei nº 9.362/2017 trata da política de incentivo e promoção ao desenvolvimento de startups. **Acesse em:** <https://goo.gl/ndCpKL>.

**Senado Federal**

• **Infrações Ambientais.** O Projeto de Lei do Senado nº 496/2017 altera os arts. 66, 67, 68 e 69-A da Lei nº 9.605, de 12 de fevereiro de 1998 (Lei que trata das sanções penais e administrativas derivadas de condutas e atividades lesivas ao meio ambiente) para ampliar as condutas previstas no art. 66 e para reduzir as sanções penais dos artigos 67 a 69-A. **Acesse em:** <https://goo.gl/GogjNK>.

**Calendário do Conselho Diretor/Diretoria 2018**

Evento	Data	Local
Reunião da Diretoria	18/01/18	Rio de Janeiro
Reunião da Diretoria	15/03/18	São Paulo
Reunião do Conselho Diretor/AGO	03/05/18	São Paulo