




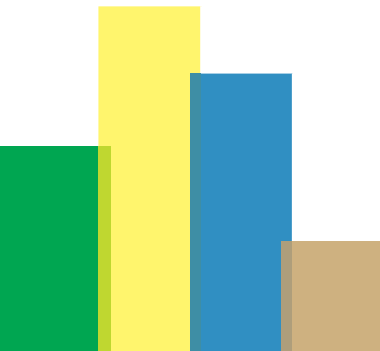
**amec**



associação de investidores  
no mercado de capitais

**RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO**  
**ANNUAL REPORT**

**2014**



# 2014, UM ANO RUIM PARA O MERCADO DE CAPITAIS

A criação da Amec há 8 anos e sua atuação neste período é pautada pela visão que estampamos em todos os nossos relatórios anuais: “O Desenvolvimento do mercado de capitais passa, necessariamente, pelo respeito, proteção e ampliação dos direitos dos acionistas minoritários”.

2014 será lembrado como um ano de grandes retrocessos no mercado de capitais. A Amec contabilizou 15 operações de saída do mercado (fechamentos de capital, OPAs, aumentos de participação, saída de segmentos de listagem, etc). Isso sem contar as inúmeras transações de recompras de ações e de “compras estratégicas”, muitas vezes a preços superiores aos de mercado, que representam um enxugamento das ações em circulação. Ronda novamente entre nós o fantasma dos fechamentos brancos de capital.

Algo muito errado está acontecendo. Não se trata de um problema de perspectivas econômicas ou risco político. Não precisamos apelar aos acadêmicos de Chicago para dizer que num mercado em bom funcionamento essas perspectivas se ajustam nos preços dos ativos e afetam todos os participantes – compradores e vendedores. Não deveriam, portanto, ser determinantes para a ausência de aberturas de capital, e para a debandada de empresas da BM&F Bovespa. *Markets clear*.

Vivemos um problema institucional. O mercado não está funcionando. E o problema é microeconômico – não macro. Nossa visão oferece a perspectiva perfeita para o diagnóstico: os direitos dos minoritários não estão sendo respeitados, protegidos ou ampliados. Pelo contrário. Assistimos assombrados a um processo de esgarçamento dos valores que pautaram os formuladores de política no início do milênio e sua completa reversão em alguns casos.

Os valores a que fazemos referência dizem respeito à integridade da instituição “mercado de capitais”. Um local de confiança e transparência, onde investidores podem empenhar sua poupança com segurança e de acordo com os riscos que deseja assumir. Mas esses valores foram se perdendo nos últimos anos. O pragmatismo tomou o lugar da visão. Conflitos de interesses são rotineiramente jogados a escanteio, enquanto investidores são reduzidos a pó. Princípios de alinhamento de interesses tais como o *one-share, one-vote* – pilar essencial do Novo Mercado – passam a ser considerados preciosismos de gente ingênua. Se tínhamos problemas com as preferências de dois terços do capital, agora temos a “superpreferencial”, que permite alavancagem antes inimaginável dos acionistas controladores. E tudo com a concordância ou complacência de muitos agentes do mercado.

Os elevados prêmios seguem sendo pagos a detentores de lotes “estratégicos” em companhias de capital aberto. Claro que a lei não proíbe que isso aconteça. Mas, se alguém está disposto a pagar um prêmio por um lote de ações, seguramente espera ser compensado por isso. Se a empresa vale 100 e al-

guém compra 10% por 20, os 90% restantes automaticamente devem valer 80. Não há mágica; não há máquina de fazer dinheiro. O valor sai do mesmo lugar, que é a empresa. E os minoritários ficam não apenas com o valor depreciado, mas mais ainda com uma incerteza de quanto é esse valor, pois depende da agressividade das estratégias utilizadas para canalizar valor para os “estratégicos”.

Os repetidos casos de prêmios pagos pelas mais diversas razões mostram um mercado doente. Na década de 1990, fomos capazes de reduzir essa assimetria de percepção de valor através de instrumentos como o *tag along* e o Novo Mercado. Infelizmente, esses instrumentos envelheceram. É preciso uma nova leva de reformas microeconômicas para garantir que os minoritários sejam tratados com equidade – ou pelo menos com dignidade.

Isso só ocorrerá quando tivermos uma estrutura de *enforcement* eficaz. Apesar dos esforços de seus funcionários, a CVM não tem conseguido corresponder às expectativas dos participantes do mercado. O próprio presidente da autarquia já mencionou a necessidade de mais poderes e maiores punições. Mas nada disso terá muito impacto até que se estabeleça definitivamente a prevalência da essência sobre a forma. Doutos utilizam labirínticas normas e procedimentos para tornar ineficazes os mais básicos direitos de acionistas consagrados na lei 6.404 – que o diga o velho *tag along*. O mesmo pode ser dito para a estrutura autorregulatória, que muitas vezes foca nas vírgulas enquanto passam manadas de abusos que ferem os investidores. E o *insider trading* segue na percepção dos investidores estrangeiros como um câncer do mercado brasileiro, sem que consigamos extirpá-lo de maneira eficaz.

Este diagnóstico poderia ser considerado desanimador para a Amec e seus associados. Muito pelo contrário. A dura realidade dos fatos torna mais importante do que nunca a perseverança daqueles que acreditam que o mercado de capitais pode ser uma alavanca para a geração de riqueza e de crescimento econômico do país. O trabalho que vimos desenvolvendo nos últimos anos tem se provado cada vez mais assertivo. E ainda que em alguns momentos os fatos pareçam divergir de nossas convicções, esses processos devem ser vistos como pendulares. Em algum momento, a consistência de nossa visão e de nossos valores será lembrada como importante para uma nova fase de reformas, que possa talvez nos levar de volta a um caminho de desenvolvimento do mercado de capitais.

Com dignidade, respeito, e equidade, como bem disseram nossos fundadores.

**Mauro Rodrigues da Cunha**  
**Presidente-executivo da AMEC**



## 2014, A BAD YEAR FOR THE CAPITAL MARKET

In the eight years since its creation, Amec's activities have been guided by the vision found in our annual reports: "So that the capital market is able to develop, the rights of minority shareholders must be respected, protected, and expanded."

2014 will be remembered as a year of significant setbacks for the capital market. Amec recorded 15 going private transactions (offers to delist, tender offers, equity increases, unregistering from listed segments, etc.), not to mention the several share buybacks and "strategic purchases," many times above market prices and that represented the shrinking of outstanding shares. The ghost of the so-called "virtual delisting" – when controlling shareholders acquire nearly all of the company's outstanding shares - is once again hovering around us.

There is something very wrong with the capital market. It's not a problem of economic perspectives or political risks. We do not need to appeal to Chicago's scholars to say that, in a healthy market, these perspectives adjust in the prices of assets and affect all participants – buyers and sellers. Accordingly, they should not be a decisive factor for the lack of IPOs and the stampede of companies wanting to leave BMF Bovespa. Markets clear.

We have been experiencing an institutional problem. The market is not working properly. And it is a microeconomic problem – not a macroeconomic one. Our view provides the perfect perspective for the diagnosis: the rights of minority shareholders have not been respected, protected or expanded. Rather the contrary. We have been seeing a process of wearing off of the values that were the foundation for policy makers in the beginning of the millennium – and, in some cases, their complete reversion.

The values we are talking about have to do with the integrity of the 'capital market' institution. A place of confidence and transparency where investors can safely invest their savings based on the risks they are willing to incur. These values, however, have been vanishing in recent years. Pragmatism has been replacing vision. Conflicts of interest are routinely left aside, while investors are crumbled into dust. Principles of alignment of interests, such as the one-share, one-vote principle – a crucial pillar of Novo Mercado – are considered an "over-refinement" of naive people. If in the past we used to have a problem with non voting shares comprising up to two thirds of the capital, now we have the "super non voting stock," which allows the once inconceivable leverage of controlling shareholders. All this with the consent or complacency of many market participants.

High premiums are constantly paid to the holders of "strategic" blocks in publicly-held companies. The legislation certainly does not prohibit that. But if someone is willing to pay a premium for a

block of shares, he/she certainly expects to be compensated for that. If a company is valued 100 and someone buys 10 percent of it for 20, the remaining 90 percent must automatically value 80. There's no magic; there's no money-making machine. The value comes from the same source, that is, the company. And minority shareholders are left not only with the depreciated value but, more than that, with the uncertainty of how much their stake is actually worth, once that depends on how aggressive will be the strategies used to channel the value to the "strategic" blocks.

The constant premiums paid for the most diverse reasons show a sick environment. In the 90's, the capital market managed to reduce this lack of symmetry in the perception of value through the adoption of tools like tag along rights and Novo Mercado. Unfortunately, these tools have become outdated. It's of utmost importance to establish a new set of microeconomic reforms to ensure that minority shareholders are treated with equity – or at least with dignity.

This will only happen when we have an effective enforcement structure. Despite the huge efforts of its employees, the Brazilian Securities and Exchange Commission has not been able to meet the market participants' expectations. The regulator's Chairman has already mentioned the need of more power and harsher punishments. But nothing will change until the essence definitely prevails over the form. Scholarly jurists make use of highly complex rules and procedures to make the most basic shareholders' rights set forth in Law 6,404 unfeasible – tag along rights being an evident case in point. The same happens with the self-regulatory structure, which many times is focused on the formal details whereas tons of abuses negatively affecting investors are accepted. Not to mention the insider trading, which continues to be considered a cancer in the Brazilian market by foreign investors - a cancer we have not been able to effectively extirpate.

The situation could be considered a discouraging diagnosis for Amec and its members. We beg to differ.

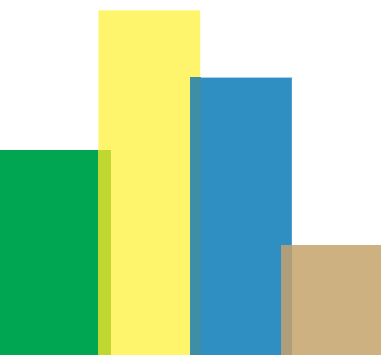
The hard reality of facts makes even more important that those who believe that the capital market can be a driving force for the generation of wealth and for the country's economic growth persevere. The work we have been developing for the past years has been proving more and more assertive. And although sometimes the facts seem to diverge from our convictions, this can be seen as pendular processes. At some point, our consistent view and values will be remembered as important factors for a new phase of reforms that can eventually take us back to the path towards the development of the capital market.

With dignity, respect, and equity, as defended by our founders.

**Mauro Rodrigues da Cunha, Amec's CEO**

<b>MENSAGEM DO PRESIDENTE / MESSAGE FROM THE CEO</b>	<b>3 e 4</b>
<b>PERFIL / PROFILE</b>	<b>7</b>
<b>GOVERNANÇA / GOVERNANCE</b>	<b>8</b>
<b>CONSELHO DELIBERATIVO / BOARD OF DIRECTORS</b>	<b>9</b>
<b>ASSOCIADOS / MEMBERS</b>	<b>10</b>
<b>VOTO A DISTÂNCIA / DISTANCE VOTE</b>	<b>11 a 14</b>
<b>ASSEMBLEIAS / SHAREHOLDER MEETINGS</b>	<b>15 e 16</b>
<b>CONFLITO DE INTERESSES / CONFLICT OF INTERESTS</b>	<b>17 e 18</b>
<b>DISPUTA SOCIETÁRIA / CORPORATE DISPUTES</b>	<b>19</b>
<b>CONCESSIONÁRIAS / PUBLIC UTILITIES</b>	<b>20</b>
<b>EDUCAÇÃO / EDUCATION</b>	<b>21</b>
<b>DEPOIMENTOS / TESTIMONIALS</b>	<b>22</b>
<b>REGULAÇÃO / REGULATION</b>	<b>23 a 25</b>
<b>MERCADO DE CAPITAIS / CAPITAL MARKET</b>	<b>26</b>
<b>AUTORREGULAÇÃO / SELF-REGULATION</b>	<b>27 e 28</b>
<b>OPINIÃO / OPINION</b>	<b>29</b>
<b>EVENTOS / EVENTS</b>	<b>30 a 32</b>
<b>NOTAS / NOTES</b>	<b>33 e 34</b>





# PAPEL DA ENTIDADE É DEFENDER MINORITÁRIOS

**A** Amec (Associação de Investidores no Mercado de Capitais) foi criada em 26 de outubro de 2006, numa iniciativa de investidores institucionais financeiros e independentes, com o objetivo de defender os direitos de acionistas minoritários e estimular o desenvolvimento do mercado brasileiro de ações.

Para atingir esses objetivos, a Amec promove debates e discussões entre seus associados, obedecendo a estritas normas de governança interna, incluindo controle de conflitos de interesse. Os temas são discutidos pela Comissão Técnica e, posteriormente, submetidos a decisões da Diretoria Executiva e do Conselho Deliberativo.

Ao longo dos seus oito anos de atuação, a entidade converteu-se no principal fórum de discussões entre investidores institucionais a respeito de práticas de governança corporativa e direitos dos investidores em empresas brasileiras, na linha das mais recentes recomendações ao redor do mundo. Em paralelo, os posicionamentos da Amec têm adquirido cada vez mais o reconhecimento de investidores, empresas e reguladores, pela relevância e independência com que atua – tanto no Brasil como no exterior.

A Amec reúne 60 investidores institucionais, locais e

estrangeiros, que possuem mandatos de investimento no mercado brasileiro de ações de aproximadamente R\$ 500 bilhões.

## VISÃO

O desenvolvimento do mercado de capitais passa, necessariamente, pelo respeito, proteção e ampliação dos direitos dos acionistas minoritários.

## MISSÃO

Defender os direitos dos acionistas minoritários de companhias abertas brasileiras, tendo como base a promoção de boas práticas de governança corporativa e a criação de valor para as empresas.

## VALORES

Atuação independente, sem beneficiar interesses particulares de seus associados; embasamento econômico e jurídico em seus pronunciamentos, alicerçados nas análises e recomendações elaboradas pela Comissão Técnica; e consenso nas decisões da Diretoria, apoiadas na maioria dos votos de seus membros.

## THE ASSOCIATION'S ROLE: TO DEFEND MINORITY SHAREHOLDERS

**A** mec (the Association of Capital Market Investors) was founded on October 26th, 2006 as an initiative by a group of institutional investors to defend the rights of minority shareholders and encourage the development of the Brazilian stock market.

To achieve such objectives, Amec fosters debates and discussions among its members, following strict internal governance guidelines, including the management of conflicts of interest. Issues are discussed by its Technical Commission and subsequently submitted for decision by the Executive Board and Board of Directors.

In the eight years since its establishment, the Association has become the main discussion forum for institutional investors with regard to corporate governance practices and investor rights in Brazilian companies, in line with the most recent international recommendations. At the same time, Amec recommendations have also increasingly gained the recognition of investors, companies and regulatory entities given the Association's relevance and independent approach.

Amec gathers 60 foreign and local institutional inves-

tors with investment mandates of approximately \$500 billion Reais in Brazilian equities..

## Vision

So that the capital market is able to develop, the rights of minority shareholders must be respected, protected, and expanded.

## Mission

To defend the rights of minority shareholders of Brazilian publicly-held companies by promoting good corporate governance practices and creating value to the companies.

## Values

To adopt an independent approach that does not benefit the particular interests of its members; to publish statements based on an economic and legal context and on the analyses and recommendations set forth by its Technical Commission; and the Executive Board to reach decisions by consensus, based on a majority vote by its members.

# PRATICANDO O QUE PREGAMOS

Amec tem como prioridade as boas práticas de governança corporativa desde sua constituição, há oito anos. O órgão máximo da associação é o Conselho Deliberativo, formado por 18 representantes de associados, com mandato de três anos. Em 29 de abril, houve eleição do novo Conselho para o triênio 2014/16. Os representantes são em sua maioria diretores de investimentos ou sócios de gestoras. Foram eleitos: André Gordon (GTI); Eduardo Penido Monteiro (Opportunity); Fernando Tendolini (Sulamérica); Gabriel Amado de Moura (Itaú); Guilherme Abbud (HSBC); Guilherme de Moraes Vicente (Mauá Sekular); Helder Soares (Claritas); Herculano Alves (Bradesco Asset Management); Jorge Marino Ricca (BB DTVM); Jorge Simino (Fundação Cesp); Luis Sthulberger (CSHG); Marcos Duarte (Polo Capital); Paulo Corchaki (UBS); Pedro Batista (3G Radar); Regis Lemos de Abreu Filho (Bozano); Roberto Reis de Freitas Junior (Santander); Walter Mendes (Cultinvest) e William Landers (BlackRock).

Por estatuto, o órgão possui uma composição balanceada entre representantes das principais categorias de associados – gestoras independentes, gestoras ligadas a bancos, fundos de pensão e investidores estrangeiros. Trata-se de uma medida eficaz para garantir em última instância a isenção e o equilíbrio da associação. O órgão se reúne cinco vezes por ano.

Ainda na AGO/E, foram eleitos para o novo triênio para o Conselho Fiscal Paulo Battistela Bueno (Santa Fé); Marcelo Mesquita (Leblon) e Matheus Tarzia (Neo). Na ocasião, foram aprovadas as contas da entidade e a proposta de reforma estatutária.

Um terço dos conselheiros atua como vice-presidentes e, junto com o presidente-executivo, compõem a Diretoria da Amec, escolhida pelo Conselho Deliberativo, que se reúne mensalmente. Entre reuniões da Diretoria Executiva e do Conselho Deliberativo, em 2014 foram realizados 14 encontros.

Assim que eleitos, os novos conselheiros elegeram a nova Diretoria Executiva. Mauro Rodrigues da Cunha foi reeleito presidente-executivo. Para a Diretoria Executiva, foram escolhidos como vice-presidentes:

Fernando Tendolini (Sulamérica); Guilherme de Moraes Vicente (Mauá Sekular); Helder Soares (Claritas); Jorge Simino (Fundação Cesp); Regis Lemos de Abreu Filho (Bozano) e Walter Mendes (Cultinvest). Como vice-presidente suplente foi escolhido André Gordon (GTI).

Em outubro de 2014, o vice-presidente Walter Mendes renunciou para assumir o cargo de Diretor Executivo do CAF, do qual a Amec é sócia-fundadora. Diante disso, houve a necessidade de serem eleitos novos membros para os cargos de vice-presidente efetivo, vice-presidente suplente e conselheiro. O conselheiro André Gordon foi eleito vice-presidente efetivo, para complementação do atual mandato. O conselheiro Gabriel Moura foi eleito para o cargo de vice-presidente suplente, para complementação do atual mandato. Nick Robinson (Aberdeen) foi eleito conselheiro, para complementação do atual mandato.

As reuniões da Comissão Técnica (CT) completam o sistema de governança da Amec. É nesse órgão que os temas de interesse da associação são discutidos. A partir de então, as decisões são encaminhadas para aprovação da Diretoria e/ou Conselho, conforme o caso. No ano passado, a CT se reuniu 15 vezes, com uma participação de 308 pessoas no total, por meio de videoconferência entre Rio e São Paulo.

Desde 2013, a Amec criou a Comissão de Estrangeiros, em que são promovidos debates mensais por teleconferência com os associados internacionais.

A entidade conta também com um Comitê de Conduta e Ética. Previsto no Estatuto, esse comitê é formado por membros efetivos da associação, que preferencialmente façam parte do quadro de conselheiros. Seu papel é apurar o desrespeito a qualquer regra de conduta ética, bem como zelar pelo cumprimento, por todos os associados, do Código de Ética da Amec.

Com o objetivo de elevar a transparência da associação, a Amec firmou um acordo pro bono para ter suas contas auditadas pela PwC.

## PRACTICING WHAT WE PREACH

Amec gives priority to good corporate governance practices since its inception, eight years ago. The association's highest authority is the Board of Directors, comprised of 18 members serving three-year mandates. On April 29, a new Board was elected for the 2014/16 period. Representatives are mostly CIOs or partners of asset management companies. Elected members were: André Gordon (GTI); Eduardo Penido Monteiro (Opportunity); Fernando Tendolini (Sulamérica); Gabriel Amado de Moura (Itaú); Guilherme Abbud (HSBC); Guilherme de Moraes Vicente (Mauá Sekular); Helder Soares (Claritas); Herculano Alves (Bradesco Asset Management); Jorge Marino Ricca (BB DTVM); Jorge Simino (Fundação Cesp); Luis Sthulberger (CSHG); Marcos Duarte (Polo Capital); Paulo Corchaki (UBS); Pedro Batista (3G Radar); Regis Lemos de Abreu Filho (Bozano); Roberto Reis de Freitas Junior (Santander); Walter Mendes (Cultinvest), and William Landers (BlackRock).

According to its bylaws, the board is evenly comprised of representatives from the main categories of its members – independent fund managers, financial institutions, pension funds and foreign investors. It is an effective measure to ultimately assure the exemption and balance of the association. The board meets regularly at least five times a year.

In the Annual/Extraordinary General Shareholders' Meeting, three members were appointed for the new three-year term for Amec's Conselho Fiscal: Paulo Battistela Bueno (Santa Fé); Marcelo Mesquita (Leblon), and Matheus Tarzia (Neo). The association's financial statements and an amendment to the bylaws were also approved in the meeting.

One third of the board members is appointed as Vice Presidents and, alongside the CEO, comprises Amec Management Board, chosen by its Board of Directors, which meets on a monthly basis. The Management Board and the Board of Directors met 14 times in 2014.

After being elected, the new members choose the new Management Board. Mauro Rodrigues da Cunha was reelected as the association's CEO. The Vice Presidents elected for the Management Board were: Fernando Tendolini (Sulamérica); Guilherme de Moraes Vicente (Mauá Sekular); Helder Soares (Claritas); Jorge Simino (Fundação Cesp); Regis Lemos de Abreu Filho (Bozano), and Walter Mendes (Cultinvest). André Gordon (GTI) was chosen as the Deputy Vice President.

In October, 2014, the Vice President Walter Mendes resigned from his position to join the Executive Board of CAF, of which Amec is the founding partner. Accordingly, new members had to be elected to the positions of Vice President, Alternate Vice President, and Board member. Board member André Gordon was elected as a Vice President for the completion of the current mandate. Board member Gabriel Moura was elected Alternate Vice President for the completion of the current mandate and Nick Robinson (Aberdeen) was elected board member for the completion of the current mandate.

The Technical Commission (TC) meetings round out Amec's governance system. It is the body that discusses the association's topics of interest. Recommendations are then presented for approval to the Management Board and/or Board of Directors, as the case may be. Last year, the TC met 15 times via videoconferencing between Rio and São Paulo, with the participation of 308 people on the total. In 2013, Amec established the Foreigners Commission, in which monthly debates are held via videoconferencing with the associations' foreign members.

Amec also has a Committee of Conduct and Ethics. Set forth in its bylaws, the committee is formed by permanent members who preferably participate in its board of directors. The committee determines any breaking of ethical conduct rules and watches over whether all members all complying with Amec's Code of Ethics. With the objective of raising the association's transparency, Amec has signed a pro bono agreement to have its accounts audited by PwC.



## CONSELHO DELIBERATIVO

O Conselho Deliberativo da Amec é composto por 18 profissionais da indústria de fundos de ações, multimercados e previdência complementar aberta e/ou fechada. Seus integrantes são eleitos pelos associados em Assembleia Geral Ordinária (AGO), para mandatos de três anos. Seis conselheiros são indicados como vice-presidentes. O presidente-executivo responde pela gestão e representação da entidade, juntamente com os vice-presidentes.

## BOARD OF DIRECTORS

*Amec's Board of Directors is comprised of 18 professionals of the equity funds, multi-markets, and open and/or closed complementary pension funds industry, who are elected by the Association's members at an Annual General Meeting (AGM) for a three-year term. Six of the Board members are appointed as Vice-Presidents. The CEO is responsible for managing and representing the organization, together with the Vice-Presidents.*

**PRESIDENTE**  
**CEO**  
Mauro Rodrigues  
da Cunha



Andre Gordon  
(vice-presidente)  
vice president  
**GTI**



Eduardo Penido  
Monteiro  
**Opportunity**



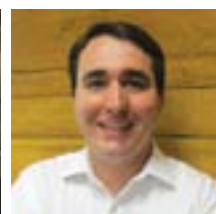
Fernando Tendolini  
Oliveira  
(vice-presidente)  
vice president  
**SulAmérica**



Gabriel Amado de  
Moura  
(vice-presidente)  
vice president  
suplente  
**Itaú Unibanco**



Guilherme Abbud  
**HSBC**



Guilherme de  
Morais Vicente  
(vice-presidente)  
vice president  
**Mauá Sekular**



Helder Rodrigues da  
Cunha Soares  
(vice-presidente)  
vice president  
**Claritas**



Herculano Alves  
**Bradesco Asset  
Management**



Jorge Marino Ricca  
**BB DTVM**



Jorge Simino Júnior  
(vice-presidente)  
vice president  
**Funcesp**



Luis Stuhlberger  
**Credit Suisse  
Hedging-Griffo**



Marcos Duarte Santos  
**Polo Capital**



Nick Robinson  
**Aberdeen**



Paulo Eikievicius  
Corchaki  
**UBS**



Pedro Batista  
de Lima Filho  
**3G Radar**



Regis Lemos  
de Abreu Filho  
(vice-presidente)  
vice president  
**Bozano**



Roberto Reis  
de Freitas Junior  
**Santander Brasil**



William Mark Landers  
**BlackRock**

## ASSOCIADOS

**A** Amec admite como associados gestores independentes ou ligados a instituições financeiras, com sede no Brasil e no exterior, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, e clubes de investimento. Desde o ano passado, a entidade passou a contar com novos integrantes: a Calpers, um dos maiores fundos de pensão do mundo, e as gestoras Vertra, Votorantim Asset, Indie Capital e Squadra Investimentos.

A Calpers é uma protagonista relevante no debate mundial sobre práticas de governança corporativa e direitos de acionistas e conta com aproximadamente US\$ 300 bilhões sob gestão. É o fundo de pensão dos funcionários públicos do estado da Califórnia (EUA) e foi pioneira no ativismo societário.

## MEMBERS

**A** Amec admits as members institutional investors, either affiliated to financial institutions or independent, based in Brazil or abroad, pension funds, and investment clubs. New members joined the association last year: Calpers, one of the world's largest pension funds, and the asset management companies Vertra, Votorantim Asset, Indie Capital, and Squadra Investimentos.

Calpers (California Public Employees' Retirement System) is a relevant protagonist in the global debate on corporate governance and shareholder rights and has approximately \$300 billion in assets under management.

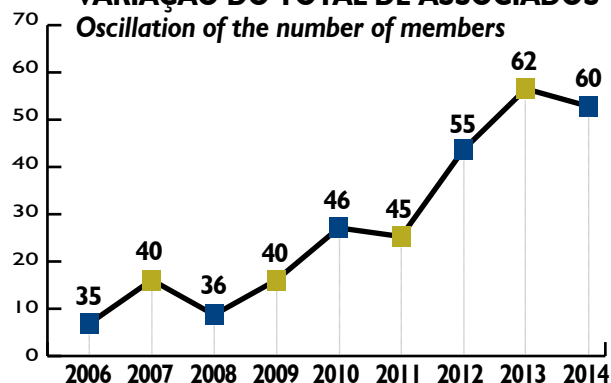
### CONHEÇA NOSSOS ASSOCIADOS / MEET OUR MEMBERS

3G Radar Gestora de Recursos Ltda.  
Aberdeen Asset Management Ltd.  
Arbela Investimentos Ltda.  
Argucia Capital Gestão de Recursos Ltda.  
BB Administração de Ativos DTMV S.A.  
BlackRock, INC.  
BNP Paribas Asset Management Brasil Ltda.  
Bradesco Asset Management S.A. DTVM.  
Brasil Plural Gestão de Recursos Ltda.  
Bresser Administração de Recursos Ltda.  
BTG Pactual Asset Management DTVM S.A.  
Cartica Management LLC  
Calpers Investments  
Claritas Administração de Recursos Ltda.  
Constellation Investimentos e Participações Ltda.  
DLM Invista Asset Management S.A.  
Fama Investimentos Ltda.  
Fator Administração de Recursos Ltda.  
Fides Asset Management Ltda.  
Franklin Templeton Brasil Investimentos Ltda.  
Fundação Cesp  
Gap Prudential Gestão de Recursos Ltda.  
Geração Futuro Gestão de Recursos S.A.  
Grandprix Investimentos Ltda.  
GTI Administração de Recursos Ltda.  
HSBC Investimentos Gestão de Recursos Ltda.  
Itaú Unibanco S.A.  
Indie Capital Investimentos Ltda.  
JGP Gestão de Recursos Ltda.  
Kinea Investimentos Ltda.  
Kondor Adm. e Gestora de Recursos Financeiros Ltda.  
Lacan Investimentos e Participações Ltda.  
Leblon Equities Gestão de Recursos Ltda.  
Mauá Sekular Investimentos Ltda.

Mercatto Gestão de Recursos Ltda.  
Neo Gestão de Recursos Ltda.  
Nest Investimentos Ltda.  
Opportunity Gestora de Recursos Ltda.  
Opus Gestão de Recursos Ltda.  
Pátria Investimentos Ltda.  
Polo Capital Gestão de Recursos Ltda.  
Pollux Capital Administração de Recursos Ltda.  
Quest Investimentos Ltda.  
Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM  
Santa Fé Portfólios Ltda.  
Santander Brasil Asset Management DTVM Ltda.  
SPX Equities Gestão de Recursos Ltda.  
Squadra Investimentos Gestão de Recursos Ltda.  
STK Capital Gestora de Recursos Ltda.  
Studio Investimentos Administradora de Recursos Ltda.  
Sulamérica Investimentos DTVM S.A.  
Skagen AS.  
Tática Asset Management Administradora de Recursos Ltda.  
Toerema Gestão de Ativos Ltda.  
UBS Brasil Adm. de Valores Ltda.  
Verde Asset Management S/A  
Vertra Capital Gestão de Recursos Ltda.  
Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda.  
Votorantim Asset Management  
XP Gestão de Recursos Ltda.

### VARIAÇÃO DO TOTAL DE ASSOCIADOS

*Oscillation of the number of members*



# AMEC CONTRIBUI COM AUDIÊNCIA DA CVM SOBRE ASSEMBLEIAS

A CVM (Comissão de Valores Mobiliários) acaba de publicar uma nova Instrução para regulamentar o voto a distância. Essa é uma bandeira antiga da Amec, que fez uma série de sugestões enquanto a matéria esteve em audiência pública pelo regulador do mercado brasileiro. A Instrução altera as Instruções 480 e 481 e o voto a distância começa a valer para as assembleias de 2016.

A minuta da CVM que ficou em audiência pública por dois meses traz a possibilidade de que acionistas possam incluir candidatos no boletim de voto a distância e itens na pauta da assembleia geral. O texto apresenta diversos pontos defendidos pela Amec, e elencados na Carta Presi 01/2013, enviada ao regulador. O objetivo primordial do regulador é facilitar o exercício do direito de voto por parte dos investidores e acionistas minoritários, locais ou estrangeiros.

Walter Albertoni, assessor jurídico da Amec, lembra que o voto a distância sempre foi um dos pilares defendidos pela entidade como forma de propiciar um efetivo exercício do poder e dever de votar por parte dos fundos, de forma que os seus deveres fiduciários possam ser exercidos em sua plenitude, com custos compatíveis. “A minuta de instrução colocada em discussão apresenta uma solução prática para viabilizar o exercício do direito de voto de forma remota e prévia à realização da assembleia mediante a utilização de um boletim de voto a distância, por acionistas nacionais e estrangeiros”, afirma.

Renato Vetere, também assessor jurídico da entidade, complementa afirmando que, com o boletim, o acionista recebe, conhece a pauta da assembleia, preenche, vota e encaminha diretamente para a companhia ou para um intermediário, o custodiante. Hoje essa possibilidade não existe. O acionista tem de ir à assembleia ou ser representado por um advogado ou outro acionista, sempre com uma procuração, que é válida por um ano. “Isso acaba dificultando a participação”, diz. “Com o boletim, a pessoa pode votar de qualquer lugar, tanto no país como no exterior.”

A Comissão Técnica da Amec, formada por aproximadamente 20 associados, analisou, discutiu a minuta de instrução submetida à audiência pública e, ao final, deliberou pela apresentação de algumas sugestões e comentários.



***Conselheiros independentes poderão receber apoios cada vez mais relevantes, aumentando sua representatividade***

De forma concisa, os associados se manifestaram sobre os seguintes temas:

- a) exclusão do mapa intermediário de votação e da possibilidade de encaminhamento do boletim diretamente à companhia;
- b) adoção de um mapa final e nominal de votação, assim como a criação de mecanismos que permitam a confirmação de que o voto proferido por qualquer acionista foi devidamente recebido e processado;
- c) permitir que qualquer acionista peça a instalação de conselho fiscal por intermédio do boletim de voto a distância; e
- d) adoção de novas faixas do percentual autorizado para inclusão de candidatos e propostas no boletim de voto a distância.

Sem prejuízo de outros temas debatidos pela Comissão Técnica, a associação, ao final de sua manifestação, reiterou a importância do Ofício Circular editado anualmente pela Superintendência de Relações com Empresas da CVM, inclusive no que se refere à divulgação dos nomes dos candidatos oferecidos ao conselho de administração e ao conselho fiscal por qualquer acionista, independentemente da sua posição acionária. Através desse instrumento, a CVM assegura ainda a

adoção do mesmo formato e conteúdo do boletim de voto a distância previsto na instrução pelos bancos depositários de ADRs, bem como demais prestadores de serviço envolvidos na cadeia de *proxy voting*, o que tem por finalidade mitigar eventuais assimetrias em relação ao exercício de voto entre acionistas locais e estrangeiros.

Albertoni ressalta que, sem prejuízo do esforço da autarquia para permitir e incentivar que os acionistas participem das assembleias, a adoção de um período pré-assembly (originalmente proposto pela Amec), que permitiria ao acionista, preenchidos determinados requisitos, incluir propostas e indicar candidatos para o conclave, “é um inestimável avanço em termos de governança corporativa”. Segundo ele, tal previsão é mais do que um avanço, é uma necessidade para o regular exercício dos direitos políticos dos acionistas que não participam do bloco de controle. Além disso, outros temas abordados pela instrução demonstram a evolução pretendida para o mercado de capitais brasileiro, como a adoção de um mapa final e nominal (também sugestão dos associados da Amec) de votação.

Vetere avalia que a adoção do mapa final e nominal de votação é um ponto muito importante da Instrução. “Seu objetivo é que o acionista saiba se seu voto foi computado ou não. É importante, principalmente para os investidores institucionais, saber como os votos deles foram recebidos.”

Albertoni afirma que não se deve confundir voto a distância com participação a distância, pelo que é natural que o acionista que exerce o seu direito de voto pelo boletim de voto a distância perca a flexibilidade que teria ao estar presente no conclave. “As sugestões propostas buscam permitir que o acionista vote de forma remota e prévia à assembleia. Não se trata de voto por representação”, acrescenta. “O voto a distância afasta o acionista das exigências impostas pela lei e pelas companhias para se fazer representar nas assembleias, ao mesmo tempo em que lhe reduz a possibilidade de se articular com os demais acionistas.”

Uma sugestão bastante relevante, na opinião de Vetere, foi no sentido de que, ao ser publicada a ordem do dia da assembleia, a minuta da CVM permitia que algum ponto pudesse ser retirado. “Isso permitiria à companhia retirar determinado item da votação, mas a Amec sugeriu que a retirada só seja feita na própria assembleia, porque o acionista já terá recebido a proposta com todos os itens da ordem do dia.” Segundo o assessor jurídico, a sugestão apresentada pela Amec à CVM foi no sentido de que a retirada de itens só possa ocorrer na própria assembleia, computando-se os votos já proferidos como contrários à sua retirada, de forma a não se perder de vista que a assembleia é sempre soberana para decidir.

## NOVA ORIENTAÇÃO PARA ASSEMBLEIAS

No ano passado, a CVM, por meio do Ofício Circular de 2014, já havia tomado medidas para modernizar a

realização das assembleias gerais ordinárias (AGO). No documento, a autarquia determinou nova orientação, que elimina um dos grandes problemas das assembleias: a dificuldade de divulgação de candidaturas independentes lançadas por acionistas não controladores, conforme a Amec relatou em texto emitindo sua opinião. “Como a matéria não é regulada diretamente, e como nunca foi de interesse (da maior parte) das companhias incentivar a eleição de conselheiros verdadeiramente independentes, os departamentos jurídicos rejeitavam tranquilamente os pedidos de divulgação feitos pelos acionistas minoritários. A única alternativa era o pedido público de procuração, um processo custoso e muito complexo, dependendo das características da base acionária da companhia”, escreveu a entidade.

Segundo a Amec, essa interpretação enviesada criava uma clara assimetria: os candidatos propostos pelo controlador eram divulgados ao mercado por todos os canais de comunicação da empresa. Já os independentes limitavam-se normalmente ao lançamento de seus nomes na assembleia, buscando o apoio daqueles presentes com poder discricionário de voto.

Porém, com a crescente institucionalização do mercado, e com a elevada presença de investidores estrangeiros no capital das empresas brasileiras, um número crescente de acionistas não vota no ato da assembleia. Vota a distância, utilizando mecanismos como o *proxy card*, produzidos por seus custodiantes e depositários. “Esses agentes, com o objetivo de minimizar a subjetividade de processo e a possibilidade de serem alvos de questionamentos, restringiam-se a incluir nessa cédula de votação as informações oficialmente disponibilizadas pela companhia. Ou seja: os candidatos colocados por minoritários nunca chegavam a ser incluídos nas respectivas cédulas de votação.”

A Amec avalia que a CVM acabou com essa farsa de forma contundente e elegante. Mais uma vez, dizendo de maneira clara algo que já constava de sua norma. A Instrução 481/09 já dizia que a companhia deveria publicar “quaisquer outras informações e documentos relevantes para o exercício do direito de voto em assembleia”. “Como as empresas podiam alegar que as candidaturas independentes, a serem submetidas à votação em separado, não seriam informações relevantes? Claro que são. Mas agora isso está dito com todas as palavras.”

O texto da Amec afirma que a orientação da CVM poderá, ao longo do tempo, causar transformações relevantes no processo de governança das companhias abertas. Os conselheiros independentes poderão receber apoios cada vez mais relevantes, aumentando ainda mais sua representatividade dentro dos conselhos. “Mais importante, provavelmente assistiremos a um processo de despersonalização do processo de indicação, já que os independentes tenderão a ser eleitos por uma coletividade de investidores, e não mais por um pequeno grupo de ativistas. O exercício do poder de voto fica, portanto, cada vez mais crucial para o atendimento do dever fiduciário dos gestores.”

## AMEC CONTRIBUTES TO CVM PUBLIC HEARING ABOUT SHAREHOLDERS' MEETINGS

The Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) is about to publish a new instruction to regulate distance voting. This is an old objective of Amec, which made a number of suggestions while the matter was open in public hearing by the Brazilian regulator. The new instruction will change the Instructions 480 and 481 and distance voting is expected to be put into practice in 2016 Shareholders' Meetings.

CVM's draft made available in the public hearing for two months brings the possibility that shareholders include candidates in proxy cards, as well as items in the agendas of General Shareholders' Meetings. The text brings several points that have been long advocated by Amec, listed in the President Letter 01/2013 sent to the regulator. CVM's main objective is to facilitate the exercise of voting rights by investors and minority shareholders, including foreign ones.

Walter Albertoni, Amec's legal advisor, remembers that distance voting has always been one of the pillars advocated by the association as a way of ensuring the effective exercise of power and duty to vote by management funds, so that their fiduciary duties can be fully performed, with compatible costs. "The draft of the instruction brought to discussion introduces a practical solution to make the exercise of voting rights on a remote basis and prior to shareholders' meetings feasible through the use of proxy cards by domestic and foreign shareholders," he states.

Renato Vetere, also Amec's legal advisor, adds that, with the proxy card, shareholders receive the meetings' agenda, study it, fill it in, vote and send it directly to the company or to an intermediary (the custodian). Today, such possibility does not exist today. Shareholders have to attend the meeting or be represented by a lawyer or another shareholder, always with a power of attorney that is valid for one year. "This eventually makes their participation more difficult," he says. "With the proxy card, shareholders can vote from anywhere, both in the country or abroad."

Amec's Technical Commission, comprised of approximately 20 members, has analyzed and discussed the draft



*Independent Board members may receive each time more relevant support, increasing their representation*

of instruction submitted to public hearing and decided to include some suggestions and comments.

Concisely, Amec's members analyzed and suggested the following matters:

- a) Exclusion of the intermediary vote map and the possibility of submitting the proxy card directly to the company;
- b) Adoption of a final and nominal vote map, as well as the creation of mechanisms that confirm that the votes casted by shareholders were duly received and processed;
- c) Allow that any shareholder requests the creation of a conselho fiscal by means of the proxy card; and
- d) Adoption of new authorized percentage ranges for the inclusion of candidates and proposal in the proxy card.

Without prejudice to the other topics analyzed by Amec's Technical Commission, after discussing the above-mentioned matters, the association also reiterated the importance of the Official Letter issued by CVM's Office of the Superintendent of Companies (SEP/CVM) on a yearly basis, also with regard to the disclosure of the names of candidates suggested by any shareholder to participate in Boards of Directors and Conselhos Fiscais, regardless their equity positions. Through this instrument, CVM also ensures the adoption

of proxy cards with the same format and content as that provided in the instruction by the ADR depository banks and the remaining service providers involved in the proxy voting chain with a view to mitigating eventual discrepancies in the exercise of vote by local and foreign shareholders.

Albertoni points out that, without prejudice to the regulator's efforts towards allowing and encouraging shareholders to participate in the meetings, the adoption of a pre-meeting period (originally proposed by Amec) that allows shareholders, subject to specific requirements, to include proposals and nominate candidates to the conclave, "is a material advancement in corporate governance terms." According to him, it's more than advancement; it's a necessary measure to regulate the exercise of political rights by shareholders who are not part of the controlling group. Additionally, other topics addressed in the instruction show the intended progress for the Brazilian capital market, such as the adoption of a final and nominal voting map (also a suggestion proposed by Amec).

Vetere highlights that the adoption of a final and nominal voting map is an extremely important point of the instruction. "Its objective is to provide shareholders with the possibility of knowing whether their votes were recorded or not. It's important, mainly for institutional shareholders, to know how their votes were received."

Albertoni states that distance voting should not be confused with the distance participation as it's natural that shareholders who exercise their voting rights via proxy card do not have the same flexibility as those who are present in the meeting. "The suggestions proposed seek to provide shareholders with the possibility of voting on a remote basis and prior to the meeting. It's not a vote by proxy," he adds. Distance voting waives the requirements imposed by the law and the companies establishing that shareholders are to be represented in the meetings, while it reduces the chance of articulating with the remaining shareholders."

In Vetere's opinion, another relevant suggestion was that, according to CVM draft, items can be excluded from the meeting agenda at the time it is published. "This would allow companies to exclude a specific item from the voting process, but Amec suggested that such exclusion is made only during the meeting itself as shareholders would have already received the proposals with all items." According to the legal advisor, the suggestion made by Amec to CVM is that items can be excluded only during the meeting, after that the already cast votes contrary to their exclusion are duly recorded, always having in mind that the meeting is sovereign to decide.



### **NEW GUIDANCE FOR SHAREHOLDERS' MEETINGS**

Last year, the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), through the 2014 Official Letter, had already taken measures to modern-

ize Annual General Meetings (AGM). In the document, the regulator established a new guidance that eliminates one of the major problems in the meetings: the difficulty in communicating independent candidates of non-controlling shareholders, as Amec detailed in a text with its opinion. "Because the matter is not directly regulated and (most of the) companies have never been interested in encouraging the election of truly independent board members, their legal departments easily reject communication requests made by minority shareholders. The only alternative was attorney proxy solicitation effort, an expensive and very complex process depending on the characteristics of the company's shareholding structure", the association stated.

According to Amec, this biased interpretation used to give rise to a clear asymmetry: the candidates proposed by the controlling shareholder were announced to the four winds through the company's communication channels. Yet independent candidates used to have their names launched only in the Shareholders' Meeting and had to seek the support of those with discretionary voting power present in the meeting.

However, with the growing institutionalization of the market and broader participation of foreign investors in Brazilian companies' capital, a growing number of shareholders do not vote in the meeting itself, but through distance voting, making use of mechanisms like the proxy card, produced by their custodians and depositories. "These agents, with the objective of minimizing the process subjectivity and the possibility of being questioned, used to include in their votes only the information officially disclosed by the company. That is to say: the nominations included by minority shareholders were never listed in the respective election ballots."

CVM has put an end to this sham in a forceful and polite way. Once again, by clearly explaining a point already established by the regulation. The Instruction 481/09 already stated that the company must publish "any additional and relevant information and documents for the exercising of voting rights in Shareholders' Meetings". Well, how could companies claim that independent candidacies, to be subject to a separate voting process, are not relevant information? Of course, they cannot. But now everything is fully clarified."

Amec's article states that CVM guidance can bring relevant changes to the governance processes of publicly-held companies over time. Independent Board members can eventually receive increasingly relevant support, increasing their representativeness in Boards of Directors. And more important than that, we will probably see the "depersonalization" of nomination processes as independent candidates are likely to be elected by a large group of investors, and no longer by a small group of activists. Accordingly, the exercise of voting powers becomes more and more crucial when it comes to have managers meet their fiduciary duties."

# MINORITÁRIOS ELEGEM MAIS INDEPENDENTES NO CONSELHO DA PETROBRAS

O ano de 2014 foi de grandes conquistas para os minoritários da Petrobrás. Em abril, o conselho de administração da empresa passou a contar com dois membros independentes efetivamente escolhidos por acionistas minoritários. Além disso, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) puniu os fundos de pensão ligados ao governo por votarem em assembleia alinhados com o controlador.

A AGO (Assembleia Geral Ordinária) da Petrobras, realizada em abril, foi considerada histórica. Os acionistas minoritários da estatal, entre fundos estrangeiros e pessoas físicas, se uniram e conseguiram eleger dois membros independentes para o conselho de administração da petroleira. O novo conselheiro independente eleito foi o consultor José Guimarães Monforte, que passou a ocupar a cadeira que até então era designada a Jorge Gerdau. Pelos minoritários detentores de ações ordinárias, foi reconduzido Mauro Rodrigues da Cunha, presidente da Amec, que já havia sido eleito no ano anterior. O presidente da Associação dos Engenheiros da Petrobras, Sívio Sinedino, voltou a representar os trabalhadores no conselho, cargo que já havia ocupado em 2012.

Na assembleia, a União elegeu sete conselheiros: o então ministro da Fazenda, Guido Mantega, como presidente do conselho; Maria das Graças Foster, então presidente da Petrobras; Marcos Zimmerman, como secretário executivo do Ministério de Minas e Energias; Miriam Belchior, então ministra do Planejamento; general Francisco Roberto de Azevedo; Luciano Coutinho, presidente do BNDES, e Sérgio Quintella, vice-presidente da Fundação Getúlio Vargas.

Para o conselho fiscal foram mantidos, na assembleia, Paulo Souza, Cesar Rech, Marisete Pereira, Reginaldo Ferreira Alexandre e Walter Albertoni, sendo os dois últimos independentes e eleitos com o apoio dos minoritários.

Outra conquista dos minoritários veio por ordem da CVM. Em dezembro, o órgão regulador do mercado concluiu o julgamento de um Processo Administrativo Sancionador, no qual foram apuradas responsabilidades de fundos de pensão por terem votado nas eleições de candidatos a conselheiros da Petrobras em vagas destinadas a minoritários em assembleias realizadas em 2011 e 2012.

Na decisão, a CVM aplicou multa de R\$ 800 mil a um dos fundos por ter votado em assuntos de interesse de sua pa-

trocinadora. As estruturas do fundo, no entender da CVM, mostraram a interferência da União em suas decisões, dado que ficou comprovado nos autos que o convite para pelo menos uma das candidaturas oficiais havia partido diretamente do ministro da Fazenda.

O voto condutor foi dado pela diretora da CVM Luciana Dias, após pedido de vistas, e acompanhado pelo presidente da autarquia, Leonardo Pereira. O voto determinou também a punição a outros fundos, considerados sob controle comum, e que tampouco demonstraram procedimentos de governança que garantissem a não interferência do acionista controlador na escolha dos candidatos.

O Colegiado da CVM aprovou, também em dezembro, as propostas de celebração de Termo de Compromisso apresentadas pelo diretor financeiro e de relações com investidores da Petrobras, BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e BNDESPar (BNDES Participações S.A.), em relação ao mesmo caso.

Assim como os fundos de pensão, o BNDES e a sua subsidiária BNDESPar votaram na escolha de candidatos ao conselho em eleições em separado destinadas a minoritários. Para a acusação, por serem também entidades controladas pela União, estariam impedidos de participar da votação. O diretor financeiro foi acusado por que presidia a mesa das assembleias e tinha como função averiguar a regularidade e a legitimidade da participação dos acionistas na deliberação.

“Foi um passo muito importante para o investidor minoritário. Ele aumentou seu poder de representação e tornou a eleição mais justa, tendo em vista a influência que o governo/controlador pode ter nesses veículos (fundos de pensão)”, avalia um gestor de uma companhia estrangeira, que pede para não ser identificado. Ele lembra que os esforços dos minoritários para elevar sua representação no conselho da estatal vêm de 2012. “Começou um grande esforço dos detentores de ADRs” (recibos de ações negociados no exterior), diz. Em 2013, os minoritários já haviam conseguido eleger Mauro Rodrigues da Cunha, da Amec, para o conselho, e Albertoni e Alexandre, para o conselho fiscal. Agora, em 2014, o grau de independência aumentou.

*“Os esforços dos acionistas minoritários para elevar sua representação no conselho da estatal vêm desde 2012”*

## MINORITY SHAREHOLDERS ELECT TWO INDEPENDENT MEMBERS FOR PETROBRAS' BOARD OF DIRECTORS

2014 was a year of great achievements for Petrobras' minority shareholders. In April, two independent members effectively chosen by minority shareholders started to participate in the company's board of directors. Additionally, the Brazilian Securities Exchange Commission (CVM) punished pension funds linked to the government for having voted in a meeting aligned with the controlling shareholder.

Petrobras' Annual General Meeting held in April was a historical event. The public corporation's minority shareholders, among which foreign funds and individuals, joined and managed to elect two independent members for the oil company's board of directors. The new independent members elected were the consultant José Guimarães Monforte, who started to occupy a seat previously assigned to Jorge Gerdau, and Mauro Rodrigues da Cunha, CEO of Amec, reelected by minority common shareholders. The president of Petrobras' Engineers Association, Silvio Sinedino, joined the board to represent employees, position he had already occupied in 2012.

Yet the Government elected seven members: the then Minister of Finance, Guido Mantega, as the board's chairman; the then CEO of Petrobras, Maria das Graças Foster; the executive secretary of the Ministry of Mines and Energy, Marcos Zimmerman; the then Minister of Planning, Miriam Belchior; the General Francisco Roberto de Azevedo; the President of the Brazilian National Bank for Social and Economic Bank (BNDES), Luciano Coutinho; and the Vice-President of Getúlio Vargas Foundation, Sérgio Quintella.

No changes were made to the company's Conselho Fiscal: Paulo Souza, Cesar Rech, Marisete Pereira, Reginaldo Ferreira Alexandre, and Walter Albertoni, the two latter ones independent members elected with the support of minority shareholders.

Another achievement for minority shareholders was a decision made by CVM. In December, the market's regulator concluded the judging of an Administrative Sanctioning Process, in which it analyzed the responsibilities of pension funds for having voted in the election of candidates to occupy the seats of Petrobras' board of directors allocated to minority shareholders in the company's 2011 and 2012 General Shareholders' Meetings.

In the decision, one fund was fined

R\$ 800,000.00 by CVM for having voted in matters of its sponsor and also for its dependence, even economic, on Petrobras. CVM understood that the sponsor company interfered in its decision, fact that has been proved in the records – at least one of the official candidates has been directly invited by the Minister of Finance.

The leading vote was cast by CVM's director Luciana Dias, after a request to review, and followed by the regulator's president, Leonardo Pereira. The vote also decided for the punishment of two funds, considered under common control, in addition to having not shown governance procedures to assure the noninterference of the controlling shareholder in the choice of candidates.

CVM board approved, also in December, the proposal related to the case on the signing of the Plea Agreement presented by the CFO and Director of Investors Relations of Petrobras, BNDES (National Bank of Economic and Social Development), and BNDESPar (BNDES Participações S.A.).

BNDES and its subsidiary BNDESPar, the pension funds sponsored by the public corporation, voted in candidates to the board of directors in separate elections whose seats were assigned to minority shareholders. For the prosecutor, because they are entities controlled by the Federal Government, they would be banned from participating in the voting process. The CFO was charged because he was the chairman of the meeting and responsible for checking whether the participation of shareholders in the decision was regular and legitimate.

"It was a very important achievement for minority shareholders. It has increased their power of representation and made the election fairer given the influence the government/controlling shareholder can have on these vehicles (pension funds)," points out a manager of a foreign company, who requested to remain anonymous. He reminds that minorities' efforts towards increasing their representation in the government-controlled company started in 2012. "Holders of ADRs (American depositary receipts) have started such efforts," he says. In 2013, minority shareholders have already managed to elect Mauro Rodrigues da Cunha, from Amec, for the board of directors, and Walter Albertoni and Reginaldo Alexandre, for Conselho Fiscal. Now, in 2014, their independence level has increased even more.

**“Minorities’ efforts towards increasing their representation in the government-controlled company started in 2012”**



# AMEC DIVERGE DA CVM NA REESTRUTURAÇÃO DA OI

A reestruturação da operadora de telefonia Oi, iniciada em 2013, tem tudo para entrar para a história como mais um capítulo de desrespeito aos acionistas minoritários. É histórica, também, a posição da Amec, que considerou um erro a decisão do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários ao avaliar o voto dos controladores, claramente em posição de conflito de interesses. A posição da Amec foi revelada no artigo Opinião Amec publicado em seu site, em maio de 2014, e externada a um grupo de jornalistas de veículos brasileiros e estrangeiros na primeira entrevista coletiva realizada pela entidade.

“A decisão do colegiado da CVM em março, acerca da reestruturação do Grupo Oi, é talvez o mais preocupante e negativo precedente em muitos anos para os investidores que acreditam no mercado de capitais brasileiro. Além dos prejuízos causados aos acionistas da Oi, cria precedentes que, se mantidos, abrem as portas para o abuso institucionalizado contra minoritários, além de colocar em cheque a efetividade da CVM no mercado brasileiro”, afirmou a Amec, no texto.

A operação foi dividida em três fases principais: aumento de capital da Oi por meio de uma oferta pública de ações e incorporação de ativos da Portugal Telecom; a incorporação de ações da Oi pela CorpCo (nome da empresa resultante ao final da reestruturação) e listagem no Novo Mercado da BM&F Bovespa; e por fim, a fusão por incorporação da Portugal Telecom pela CorpCo. “O principal objetivo da operação era simplificar a estrutura societária da Oi. No entanto, potenciais conflitos de interesses surgiram”, lembra uma gestora associada que pede anonimato.

Após o anúncio da operação, seguiu-se um debate sobre a precificação dos ativos da Portugal Telecom (PT) por meio de um laudo de avaliação. “Alguns minoritários argumentaram que os ativos da companhia portuguesa foram sobrevalorizados para compensar a quitação da dívida dos controladores da Oi. Logo, estariam conflitados para votar na operação”, complementa outro gestor associado da Amec.

Porém, a CVM decidiu que não havia benefício particular e permitiu a votação pelos controladores e o aumento de capital foi aprovado. O que se seguiu foi a verificação, posterior, que a Portugal Telecom detinha títulos de dívidas da RioForte, empresa que controla o português BES- Banco Espírito Santo, títulos que acabaram não sendo honrados. Como consequência, a Portugal Telecom teve que diminuir sua participação na empresa que resultaria da fusão entre a Oi e a PT.

Esse é mais um episódio de uma história de perdas dos minoritários iniciada com a privatização da Telebrás, em 1998, com a montagem de estruturas alavancadas e prêmios de controle que chegaram a 2.200%. Entre 2008 e 2014, de diferentes maneiras, as teles encontraram formas de extrair valor das companhias – valor que também era propriedade dos investidores que acreditaram no Brasil – para justificar os elevados prêmios que pagaram. Em raríssimas ocasiões, foram barrados

por entraves regulatórios. “A maioria dos abusos passou incólume”, afirma a entidade.

Talvez nenhuma companhia tenha abusado tanto e inovado tanto como a antiga Tele Norte Leste, depois Telemar, e atualmente Oi. A agressividade da Oi em suas reestruturações ampliou-se em progressão geométrica com a permissividade dos reguladores. A empresa montou operações de complexidade crescente, invariavelmente com o objetivo de auferir resultados financeiros desproporcionais à participação dos controladores no capital da companhia. Enquanto as ações perdiam valor, os controladores asseguravam para si vantagens desproporcionais à sua participação no capital, sempre à custa das minorias.

A CVM tem como conceito a finalidade de disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários. Como órgão regulador, deve defender o tratamento justo e igualitário entre os participantes do mercado. Assim, deve agir para regular os conflitos entre todos os públicos interessados.

A autarquia evoluiu muito seu entendimento a respeito do benefício particular e conflito de interesses ao longo dos anos. O caso Tractebel foi um marco e consolidou um novo entendimento da CVM. A autarquia entendeu que haverá impedimento de voto do controlador, caso exista conflito de interesses entre o acionista e a companhia em uma deliberação da assembleia geral, lembra a gestora. A existência do impedimento de voto, seja em virtude de conflito de interesses de acionista ou da existência de benefício particular, pode ser determinante para o sucesso ou não da operação nos moldes propostos. Caso a deliberação possa beneficiar o acionista de modo particular, o conflito deve ser examinado antes da deliberação, identificando o benefício particular a ser revertido em favor do acionista, que não seja extensível aos demais.

“No caso da reestruturação da Oi, observamos alguns conflitos. Consideramos que o voto vencedor do colegiado da CVM foi em uma direção contrária a este processo evolutivo sobre o benefício particular e o conflito de interesse”, afirma a Amec. O voto vencedor não considerou os controladores conflitados e os permitiu votar na assembleia, aprovando a operação e gerando prejuízos aos acionistas minoritários.

O papel da CVM como guardião da credibilidade do mercado de capitais é irrenunciável. O mercado depende da atuação incisiva e isenta do regulador para extirpar determinadas práticas que maculam o mercado há décadas. Existe um importante *pipeline* de decisões nas mãos da CVM, que se revelarão oportunidades para reafirmar sua função de regulador isento e independente. É preciso que cada uma delas seja utilizada para sinalizar ao mercado a visão do regulador, coibindo de maneira preventiva abusos como os acontecidos na Oi.

Acesse as Cartas Presi sobre o caso Oi e o Opinião Amec em [www.amecbrasil.org.br](http://www.amecbrasil.org.br)



## AMEC DISAGREES WITH CVM ABOUT OI RESTRUCTURING

The restructuring of the telecom operator Oi, started in 2013, has everything to go down in history as another example of disrespect to minority shareholders. Likewise, Amec's position is also historical. The association was against the decision taken by the Board of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) of endorsing the controlling shareholders' vote, a clear case of conflict of interests. Amec's position was detailed in an Amec Opinion article published in the association's website in May, 2014, and theme of discussion of a press conference held by the association with a group of journalists of Brazilian and foreign media outlets.

"The decision taken by CVM's board in March about the restructuring of Grupo Oi may be the most worrying and negative precedent in years for investors who believe in the Brazilian capital market. In addition to the damages caused to Oi's shareholders, it creates precedents that, if maintained, open the doors to the institutionalized abuse against minority shareholders, besides putting the effectiveness of CVM in the Brazilian market at stake", Amec stated in the article.

The transaction was divided into three main phases: the company's capital increase through a tender offer and merger of Portugal Telecom's assets; the merger of Oi's shares by CorpCo (the name of the resulting company after the restructuring); the listing at BM&F Bovespa's Novo Mercado; and finally, the merger through the acquisition of Portugal Telecom by CorpCo. "The transaction was primarily aimed to simplify Oi's corporate structure. However, potential conflicts of interest aroused," reminds a management company member of Amec that requested to remain anonymous.

A discussion about the pricing of Portugal Telecom's (PT) assets based on an appraisal report took place after that the transaction was announced. "Some minority shareholders claimed that the Portuguese company's assets were overvalued to offset the debt of Oi's controlling shareholders. Therefore, there was a conflict in the process to vote on the transaction," points out another management company member of Amec.

However, CVM decided that there was no private benefit and allowed controlling shareholders to vote. The capital increase was approved. After that, it was found that Portugal Telecom had debt securities - which were not honored - of RioForte, controlling shareholder of the Portuguese BES - Banco Espírito Santo. Consequently, Portugal Telecom had to reduce its participation in the company that would result from the merger of Oi and PT.

This is another episode of a history of damages to minority shareholders that started with the privatization of Telebrás, in 1998, with the creation of leveraged structures and control premiums that reached 2,200 percent. From 2008 to 2014, telecom operators found ways to extract value from the companies in the most differ-

ent ways - values also owed by investors who believed in Brazil - to justify the high premiums paid. Rarely, they were barred by regulatory obstacles. "Most of the abuses went unchecked," the association states.

However, maybe there has been no other company that abused, innovated and dared so much as the former Tele Norte Leste, then Telemar, and currently Oi. Oi's aggressive posture in its restructurings has expanded in geometric progression with the permissiveness of regulators. The company prepared increasingly complex operations, always with the objective of gaining financial results disproportional to the controlling shareholders' interest in the company's capital. While shares were devalued, controlling shareholders assured, for themselves, disproportional advantages to their interest in the capital, always at the expense of minority shareholders.

CVM's objective is to discipline and supervise the securities market. As a regulator, it must defend the fair and equitable treatment among market's participants. Therefore, it must act to regulate the conflicts among all audiences of interest.

The regulator's understanding about the private benefit and conflict of interest has evolved a lot throughout the years. Tractebel case was a breakthrough and has consolidated CVM's new understanding. The regulator has understood that, in the event of conflict of interest among shareholders and the company in a decision taken in a Shareholders' Meeting, the controlling shareholder must be banned from voting.

The voting impediment, whether it results from a conflict of interest among shareholders or a private benefit, can be a crucial factor for the success or failure of a transaction under the formats proposed. In the event the decision may benefit a specific shareholder, the conflict must be examined before the decision, identifying the private benefit to be reverted in favor of such shareholder that is not extensive to the remaining shareholders.

"In the case of Oi restructuring, we have noticed conflicts. The winning vote of CVM's Board was in the opposite direction in the evolving process about the private benefit and conflict of interest," Amec states. The winning vote has not considered conflicted controlling shareholders and allowed them to vote in the Shareholders' Meeting. The transaction was approved, bringing losses to minority shareholders.

The role of CVM as the guardian of the credibility of the capital market is irrevocable. The market depends on the regulator's incisive and unbiased work to get definitely rid of specific practices that have been tainting the market for decades. There is an important pipeline of decisions on CVM's hands that can eventually represent opportunities for the body to reiterate its role of being an unbiased and independent commission. CVM must take advantage of these opportunities to show its vision to the market and suppress, on a preventive basis, abuses like those in Oi case.

To access the President Letters about Oi case and the Amec Opinion article, please visit [www.amecbrasil.org.br](http://www.amecbrasil.org.br)

# USIMINAS COMPROVA DISTORÇÃO DO PRÊMIO DE CONTROLE

A disputa societária em que se transformou o desentendimento entre os acionistas da Usiminas mostra que o mercado brasileiro precisa de um aperfeiçoamento das regras de proteção aos acionistas minoritários, na opinião da Amec. Em 2011, o grupo ítalo-argentino Ternium adquiriu a parcela do grupo de controle que pertencia à Votorantim e à Camargo Correa por R\$ 36 por ação, quando seu preço de mercado era R\$ 20. Pouco depois a ação derreteria para o nível de R\$ 7.

A Nippon Steel, antiga acionista da Usiminas, tinha um acordo com seus parceiros do bloco de controle – a Votorantim e a Camargo Correa, desde 2012, que previa que decisões estratégicas deveriam ser consensuais. Os sócios atuais trocam acusações de que um tenta tomar o controle do outro, desentendimento que já chegou à Justiça de Minas Gerais.

Em sucessivas entrevistas publicadas nos jornais, os representantes da siderúrgica se acusaram mutuamente de abusos. Os argentinos acusaram os japoneses de não investir na companhia, e estarem mais interessados em auferir os benefícios dos contratos de transferência de tecnologia que a Usiminas firmou com a Nippon. Já os japoneses acusam os argentinos de trazerem um número excessivo de funcionários da Ternium, e de remunerá-los em desacordo

com as decisões do conselho de administração. A Ternium é ainda contraparte da Usiminas numa série de contratos comerciais, tais como de fornecimento de placas.

Em texto publicado na seção Opinião, em outubro, a Amec afirma que a Usiminas é mais um exemplo de empresas que foram vendidas sem que os minoritários tivessem acesso aos mesmos termos que os controladores. “Vamos deixar claro aqui que estamos nos referindo ao prêmio de controle que é apropriado exclusivamente pelo acionista controlador. Em transações de fusões e aquisições, é natural que o comprador ofereça um valor acima daquele de mercado, para estimular os acionistas a vender. Esta diferença pode ser motivada por uma percepção de valor da companhia diferente do mercado (ou seja, uma oportunidade de investimento), ou pelo fato de este comprador ter capacidade de agregar valor à companhia, através de políticas de gestão ou de sinergia”, disse a entidade, no texto.

De acordo com a Amec, “quando este valor é distribuído entre todos os acionistas, todos se beneficiam. O problema ocorre quando somente alguns acionistas se apropriam dessas vantagens. Recebem, portanto um valor superior ao preço de mercado das ações – e este preço de mercado não é afetado pela transação, já que os demais acionistas não poderão vender suas ações pelo mesmo preço”.

## USIMINAS CONFIRMS DISTORTION OF CONTROL PREMIUM

The corporate dispute resulting from the dispute among Usiminas' shareholders shows that the Brazilian market needs to enhance the protection of minority shareholders, in Amec's opinion. In 2011, the Italian-Argentine group Ternium purchased the portion of the controlling group owned by Votorantim and Camargo Correa for R\$ 36 per share, when its market price was R\$ 20. Shortly after that, prices dropped to R\$ 7.

Nippon Steel, Usiminas' former shareholder, had an agreement signed in 2012 with Votorantim and Camargo Correa – its partners in the controlling block, which established that strategic decisions were to be consensual. Current shareholders mutually accuse themselves, claiming that one tries to take the other's control, a dispute that has already reached the courts of the State of Minas Gerais.

In successive interviews published in the media, the steel mill's representatives mutually accused themselves of abuses. The Argentines accused the Japanese of not having invested in the company and being more interested in taking advantage of the benefits offered by the contracts dealing with the transfer of technology that Usiminas signed with Nippon. Yet the Japanese accused the Argentines of bringing an excessive amount of employees from Ternium and paying them compensations that were not in compliance with the decision taken by the company's Board of Directors. Ternium is also Usiminas' counterpart in

a number of commercial agreements, among which, contracts dealing with the supply of plates.

In an article published in Amec Opinion session in October, the association states that Usiminas is another example of a company sold with minority shareholders lacking access to the terms enjoyed by controlling shareholders. “It's important to highlight that we are talking about the control premium exclusively owned by the controlling shareholder. In the case of mergers and acquisitions, it's natural that the buyer offers a value above the market's to encourage shareholders to sell their shares. This difference can be motivated by the perception of a difference between the company's value and its market value (that is, an investment opportunity) or by the buyer's ability to add value to the company through management or synergy policies,” the association states in the article.

According to Amec, “when this value is shared among all shareholders, the transaction favors all parties. The problem is when only some shareholders take advantage of that. Accordingly, they receive a value above the market price – and this market price is not affected by the transaction as remaining shareholders cannot sell their shares by this same price”.

# ENTIDADE VÊ ABUSO DE PODER DO CONTROLADOR DE EMPRESAS MISTAS

**A** Amec debateu ao longo do ano casos em que considerou poder haver conflito de interesses por parte do controlador em empresas de economia mista. A entidade considerou preocupantes os diferimentos tarifários solicitados pela Copel (Companhia Paranaense de Energia), CEB (Companhia Energética de Brasília) e Sabesp (Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo) e concedidos pelos órgãos reguladores. A opinião da entidade foi divulgada em cartas públicas, em setembro.

Os associados da Amec não concordaram com a situação das três companhias, que anunciaram flexibilização de tarifas no período eleitoral, pois, por se tratar de empresas de economia mista e capital aberto, concessionárias de serviços públicos regulados, “surge o espectro de decisões que podem ser politicamente motivadas e não pautadas pelo melhor interesse da companhia e, por consequência, de seus acionistas”.

Segundo entendimento da Amec, a medida fragiliza o balanço das empresas de energia e sua necessidade de capital de giro, “precisamente em momento no qual o setor (elétrico) passa por um estresse muito elevado, que demandaria ações conservadoras por parte da administração”. No caso da Sabesp, especificamente, considerando a conjuntura da estiagem e racionamento, com a realidade de redução de receita por conta do bônus concedido e da consequente queda do consumo, “o aumento nas tarifas ordinárias da Sabesp torna-se ainda mais necessário, além de ser mais um desestímulo ao desperdício de água”, afirmou a entidade.

Outro caso envolvendo empresas de economia mista debatido na Amec foi o voto da União para que a Eletrobrás aderisse às regras da Medida Provisória 579, do próprio governo federal. A MP mudou diversas regras do setor elétrico e propiciou ao governo prometer à população um

desconto de até 20% nas tarifas de energia. Ao avaliar o caso, a Superintendência de Empresas da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) decidiu que a União pode ter agido em conflito de interesses ao votar pela adesão da Eletrobrás às regras da MP. Em consequência, a CVM abriu Processo Administrativo Sancionador contra a União. Ambas as atitudes são inéditas na memória dos associados da Amec.

A União chegou a protocolar um pedido de Termo de Compromisso na CVM. Os associados da Amec consideraram o assunto da maior importância, e encaminharam proposta ao Conselho Deliberativo para emissão de carta à CVM, solicitando a rejeição do Termo de Compromisso. A decisão foi aprovada pelo Conselho Deliberativo em março e protocolada na CVM.

O Colegiado da CVM decidiu por unanimidade pela rejeição da proposta de Termo de Compromisso proposta pela União, acusada de descumprimento do Artigo 115 da Lei das S.A. em razão de sua participação na assembleia que deliberou pela aceitação dos termos da MP 579, e que provocou elevados prejuízos à estatal.

Apesar da recomendação favorável do Comitê de Termo de Compromisso e da Procuradoria Federal Especializada – uma unidade da AGU (Advocacia Geral da União), os diretores da CVM concluíram que a proposta não era conveniente ou oportuna. Em seu voto, a diretora da CVM Luciana Dias chamou a atenção para os elevados prejuízos alegados, e a desproporção da proposta da União: a organização de um seminário com a participação do então ministro da Fazenda, Guido Mantega.

Na carta, a Amec solicitou que o caso fosse a julgamento para a criação de jurisprudência sobre o conflito de interesses do controlador nas empresas de economia mista.

## ASSOCIATION SEES ABUSE OF POWER BY CONTROLLING SHAREHOLDERS OF STATE CONTROLLED CORPORATIONS

**D**uring 2014, Amec addressed cases in which it considered possible conflicts of interests by controlling shareholders in companies controlled by the government. According to the association, the situations related to the tariff deferrals requested by Copel (Companhia Paranaense de Energia), CEB (Companhia Energética de Brasília) and Sabesp (Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo) and granted by their respective regulatory bodies were considered worrisome. Amec’s opinion was published in public letters in September.

Amec members disagreed with the situation of the three companies, which announced a tariff flexibilization during the pre-election period due to the fact that, because they are state-controlled and publicly-held corporations, in addition to being regulated public utilities, “there is the spectrum of decisions that can be politically motivated instead of based on the best option for the company and, therefore, for their shareholders.”

According to Amec, such measure weakens the companies’ balance sheets and their working capital needs, “precisely in a moment when the (electricity) sector has been facing a very stressful situation, what would require conservative actions by their managements.” In the specific case of Sabesp, considering the drought and rationing scenario, combined with the reduction in revenues resulting from the bonus granted and the consequent drop in consumption levels, “the increase in Sabesp’s ordinary tariffs becomes even more necessary, in addition to further discouraging the waste of water.”

Another case involving state-controlled corporations approached by Amec was the Union’s vote for the adherence of Eletrobrás to the rules of the Provisional Measure No. 579, issued by the Federal Government itself. The Provisional Measure included changes to several regulations

on the electricity sector and provided the government with the possibility of pledging a discount of up to 20 percent in electricity tariffs to the population.

By evaluating the case, the Office of the Superintendent of Companies of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) has decided that the Union may have acted in conflict of interest by voting for the adherence of Eletrobrás to the rules of the Provisional Measure. Consequently, CVM has filed a Sanctioning Administrative Process against the Federal Union. Amec members do not recall of any attitude like that in the past.

The Federal Government has filed a request for a Plea Agreement at CVM. Because they considered it an extremely important topic, Amec members submitted a proposal to the association’s Board of Directors asking that a letter was sent to CVM requesting that the Plea Agreement was rejected. The decision was approved by the Board of Directors in March and filed at CVM.

CVM Board unanimously voted to reject the Plea Agreement proposed by the Federal Government, which is accused of noncompliance with the Article 115 of the Corporate Law as a result of its participation in the General Shareholders’ Meeting that decided for the acceptance of the terms of the Provisional Measure 579 - which brought about high losses to the government-controlled company.

Despite the favorable recommendation made by the Plea Agreement Committee and the Specialized Federal Attorney’s Office – a department of the Attorney’s General Office, CVM directors concluded that the proposal was neither convenient nor appropriate. In her guiding vote, the director Luciana Dias called the attention to the alleged high losses and the disproportion of the proposal: the organization of a seminar with the participation of the then Minister of Finance, Guido Mantega.

In the letter, Amec requested the judging of the case for the establishing of a jurisprudence about the controlling shareholder’s conflict of interest in state-controlled corporations.

# AMEC E IBGC LANÇAM CURSO DE GOVERNANÇA PARA INVESTIDORES

A Amec (Associação de Investidores no Mercado de Capitais) e o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) uniram-se mais uma vez no ano passado para a criação do curso Governança Corporativa para Investidores, realizado em outubro, no auditório do banco HSBC, em São Paulo. A primeira turma do curso foi formada por 21 alunos, gestores, analistas e outros profissionais ligados aos investidores institucionais. Os temas apresentados foram selecionados com o objetivo de conferir total complementariedade ao perfil atual do gestor de investimento, buscando capacitá-lo para se tornar um agente eficaz e construtivo de governança.

“É muito importante que as equipes dos nossos associados estejam bastante preparadas em termos de governança corporativa para que os gestores cumpram com seus deveres fiduciários”, afirma Mauro Rodrigues da Cunha, presidente da Amec, destacando a relevância do curso. “Nós desenvolvemos com o IBGC um programa de 16 horas, que em 2015 foi expandido para 20 horas, focado no que os investidores precisam”, diz ele, lembrando que outros cursos disponíveis na área são compostos por disciplinas mais voltadas para conselheiros do que para a comunidade de investidores. “O resultado (da parceria) foi um curso concentrado nas necessidades dos

nossos associados, com custos razoáveis, tanto em função de seu foco como por conta de outras medidas de contenção de despesas. Um exemplo é o apoio de associados que cedem seu espaço para a realização do curso. A primeira edição foi feita nas dependências do HSBC, e a segunda edição acontecerá na sede do UBS”, complementa Cunha.

A primeira turma contou com a participação de Lucila Silva, advogada formada pela PUC-SP (Pontifícia Universidade Católica de São Paulo) e pós-graduada em Direito Societário. Lucila assumiu a disciplina O Papel dos Investidores.

Além de Lucila Silva, o curso Governança Corporativa para Investidores contou com a participação de Alexandre Di Miceli, Emílio Carazzai, João Laudo de Camargo, João Verner Juenemann e Patrícia Pellini. A próxima turma está agendada para maio deste ano.

O IBGC já tem outros cursos de governança corporativa, voltados para conselheiros e para mulheres. Para Adriane Almeida, superintendente de conhecimento da entidade, a diferença do curso criado em parceria com a Amec é que nele o foco é para o público “formador de opinião”. “Nosso objetivo é trazer os investidores para dentro do IBGC”, afirma.

## AMEC AND IBGC DEVELOP CORPORATE GOVERNANCE COURSE FOR INVESTORS

Amec (the Association of Capital Market Investors) and IBGC (Brazilian Institute of Corporate Governance) joined again last year to deliver the Corporate Governance for Investors course, held in the auditorium of HSBC Bank in São Paulo in October. The first class was formed by 21 students, managers, analysts and other institutional investor-related professionals. The topics presented were chosen with the objective of fully complementing the profile of today's investment managers with a view to enabling them to become effective and constructive governance drivers.

“It's of utmost importance that our members' teams are duly prepared in governance terms so that managers fulfill their fiduciary duties,” states Mauro Rodrigues da Cunha, CEO of Amec, pointing out the relevance of the course. “We developed, together with IBGC, a 16-hour program - extended to 20 hours in 2015 - focused on investors' needs,” he says, highlighting that the curriculum of other courses available in the market is more focused on board members, instead of the investor community. “The result (of the partnership) was a course directed at our members' needs, with reasonable costs, both due to its focus and because of other cost containment measures. An ex-

ample is the support of members that made their spaces available for the carrying out of the course. The first edition was held at HSBC facilities and the second one will take place at UBS headquarters,” Cunha adds.

The first class had the participation of Lucila Silva, attorney graduated from PUC-SP (Pontifical Catholic University of São Paulo) with postgraduate degree in Corporate Law. Lucila took over the “The Role of Investors” module.

In addition to Lucila Silva, the course also had the participation of Alexandre Di Miceli, Emílio Carazzai, João Laudo de Camargo, João Verner Juenemann, and Patrícia Pellini. The next class is scheduled for May, 2015.

IBGC already offers other corporate governance courses especially directed at women and board members. According to Adriane Almeida, Superintendent of Knowledge at IBGC, the difference in the course developed together with Amec is that it's focused on “opinion makers.” “Our objective is to bring investors to IBGC,” she states.



“A confiança dos investidores em nosso mercado de capitais é o bem que mais se deve buscar. Dela depende a viabilidade dos planos de investimentos de muitas empresas e o dinamismo da economia brasileira. A Amec ajuda o Brasil, ao acompanhar, vigiar e se manifestar em defesa dos direitos dos seus associados. É fundamental que agentes do mercado também se mobilizem para a defesa de seus direitos, contribuindo com a CVM e com outros agentes públicos na manutenção de um ambiente em que as regras sejam respeitadas e as boas práticas de governança sejam aplicadas pelas companhias.”

**Maria Helena Santana**, membro de conselhos de administração de companhias abertas, trustee da IFRS Foundation e ex-presidente da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

*“The confidence of investors in our capital market is the main asset we must pursue. The investment plans of a number of companies and the dynamism of the Brazilian economy depend on that confidence. Amec helps Brazil by following up, supervising and defending its members’ rights. It’s of utmost importance that the market participants also mobilize to defend their rights, contributing with CVM and other public bodies to keep an environment in which the regulation is respected and companies apply good governance practices.”*

**Maria Helena Santana**, member of boards of directors of listed companies, trustee of the IFRS Foundation and former Chairman of the Brazilian Securities and Exchange Commission - CVM.

“Nosso país precisa amadurecer em todas as esferas da sociedade, seja na iniciativa privada, no Legislativo, no Judiciário e no Executivo. A Amec é uma das organizações sérias deste país que se propõe a acelerar este amadurecimento através dos debates corajosos e transparentes sobre os entraves e as dificuldades que afetam o mercado de capitais e a relação entre acionistas. Fomentando as melhores práticas de governança corporativa e a equidade entre todos os acionistas, a Amec visa fortalecer a capitalização das empresas, pedra fundamental para favorecer o crescimento sustentável da nação ao longo do tempo.”

**Roberto Faldini**, empresário, conselheiro de administração certificado pelo IBGC e ex-presidente da CVM (Comissão de Valores Mobiliários)

*“Our country needs to develop and mature in all of the society’s spheres, both in the private initiative and in the legislative, judiciary and executive levels. Amec is one of the country’s most serious organizations that works to expedite that development through courageous and transparent debates about the obstacles and difficulties that affect the Brazilian capital market and the relationship among shareholders. By fostering the best corporate governance practices and an equitable treatment among shareholders, Amec gears efforts towards strengthening the companies’ capitalization, a cornerstone to favor the nation’s sustainable growth over time.”*

**Roberto Faldini**, businessman, member of boards of directors certified by IBGC and former President of the Brazilian Securities and Exchange Commission - CVM.



“A Amec preenche um importante papel no desenvolvimento de um mercado de capitais sadio e dinâmico. A defesa da melhor governança corporativa, em prol de um relacionamento apropriado para os acionistas minoritários, é fundamental para alavancar a participação dos investidores em Bolsa.”

**Roberto Teixeira da Costa**, membro do conselho de administração da Sulamérica, foi o primeiro presidente da CVM (Comissão de Valores Mobiliários)

*“AMEC plays an important role in the development of a healthy and dynamic capital market. The defense of the best corporate governance practices in favor of appropriate relationships for minority shareholders is crucial to leverage the participation of investors in the Stock Exchange.”*

**Roberto Teixeira da Costa**, member of SulAmerica’s Board of Directors, the first President of the Brazilian Securities and Exchange Commission - CVM.

# ENTIDADE PEDE À CVM MAIOR RIGOR NA AVALIAÇÃO DAS OPAs UNIFICADAS

Decisões recentes da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) em relação à realização das chamadas Opas Unificadas têm preocupado os acionistas minoritários. Uma OPA Unificada é a reunião, em uma única oferta (Oferta Pública de Aquisição), de duas ou mais ofertas (obrigatórias ou voluntárias), que tenham por objetivo tanto as hipóteses listadas na Instrução CVM 361 quanto nos regulamentos dos níveis diferenciados de listagem da BM&F Bovespa. A instrução 361 determina as regras que a empresa tem de cumprir para fechar o capital. O que vem ocorrendo é que, ao unificar as ofertas, a mistura dos regimes envolvidos pode levar a uma redução da proteção ao minoritário. Como consequência, ele pode se ver compelido a aceitar a oferta, sob pena de, por exemplo, permanecer com ações de uma companhia com baixa liquidez ou que abandonou o Novo Mercado ou outros níveis diferenciados de governança da BM&F Bovespa.

Segundo Walter Albertoni, assessor jurídico da Amec, a realização de uma OPA Unificada busca otimizar o tempo e reduzir custos por parte das empresas, porém só deve ser admitida se for possível compatibilizar os procedimentos das modalidades de OPA envolvidas. “Nesse caso é necessário que sejam cumpridas todas as exigências individualmente previstas e que a adoção de tal procedimento não traga qualquer prejuízo aos destinatários da oferta”, afirma ele.

As OPAs foram regulamentadas como mecanismos de defesa do próprio mercado de capitais, na medida em que buscam proteger os investidores e acionistas minoritários de atitudes que possam vir a prejudicar os seus interesses ou lhes causar prejuízos.

De acordo com Albertoni, a Instrução 361, ao regulamentar as OPAs, trouxe uma clara mensagem ao mercado, no sentido da evolução da regulação. Entretanto, passados mais de dez anos, os agentes do mercado “aprenderam formas” de evitar a plena aplicação da essência de tal norma, pautando a sua conduta de maneira meramente formalística, o que acabou por minar o caráter protetor da norma. “Neste sentido, é importante termos em vista que somente a efetividade de tais proteções e o respeito às regras estabelecidas permitem o crescimento saudável do mercado de capitais”, diz.

“As regras são diferentes para a saída do mercado de ações e para a saída do Novo Mercado da BM&F Bovespa”, afirma Mauro Rodrigues da Cunha, presidente da Amec. “Se a empresa faz uma oferta só, quem avalia é a CVM.” Ele explica que, para o fechamento de capital é necessária a adesão à oferta de acionistas representantes de dois terços do capital, e que o preço a ser pago pelas ações em circulação deve ser definido por laudo de avaliação em que há a possibilidade de o minoritário discordar e pedir uma nova avaliação.

Para a empresa sair do Novo Mercado da Bolsa, a decisão tem de ser aprovada em assembleia de acionistas, em que o laudo de avaliação é aprovado, bem como a saída do nível diferenciado de governança corporativa da BM&F Bovespa. “A empresa

faz a oferta pública pelo preço do laudo, não pode ser feito um segundo, e ela sai do Novo Mercado, à revelia dos minoritários”, complementa o presidente da Amec.

“Da maneira como a CVM vem procedendo, se o acionista não vender suas ações na oferta, a empresa não fecha o capital, mas suas ações passam a ter menos liquidez, além de ela sair do Novo Mercado”, explica. “Há vários modelos de OPAs, que acabam permitindo uma pressão muito grande sobre os minoritários. O que defendemos é que, se a CVM unificar (as ofertas), o faça pelo somatório das proteções aos acionistas”, acrescenta o presidente da Amec. “Caso contrário, a empresa que faça duas ofertas, uma para sair do Novo Mercado e outra para fechar o capital. Assim, o acionista não se sente impelido a vender suas ações.”

Por outro lado, as modificações trazidas pela lei 10.303/2001, combinadas com os artigos 26 e 28 da Instrução 361 da CVM formam um arcabouço com claro objetivo de coibir o chamado fechamento branco de capital ou, mais genericamente, impedir que o acionista controlador, ou pessoa a ele vinculada, reduza a liquidez das ações de emissão da companhia em detrimento dos demais investidores.

“Tais movimentos são encontrados especialmente em momentos de mercado deprimido, em que alguns papéis podem vir a ser cotados por valores inferiores ao patrimônio da companhia ou da sua capacidade de geração de caixa, tal como acontece atualmente no Brasil, o que demanda maior atenção do regulador e dos demais agentes do mercado”, sustenta o assessor jurídico da Amec.

Segundo Albertoni, o artigo 28 da 361 trouxe uma hipótese excepcional para que o acionista controlador fosse dispensado da realização de uma OPA por aumento de participação, condicionando referida autorização à alienação do excesso de participação no prazo de três meses, prorrogável, uma única vez, por igual período. “Como são exceções, a Amec entende que a possibilidade do artigo 28 deve ser concedida somente em caráter especialíssimo, e dentro dos parâmetros previsto na norma. Mas as exceções parecem estar virando regra”, afirma.

Cunha, presidente da Amec, acrescenta que, no caso dessa excepcionalidade dos três meses, a empresa é obrigada a vender as ações pelo valor de mercado naquele momento.

Por conta da preocupação dos acionistas, e a quantidade de exceções concedidas pela CVM, a Amec encaminhou uma correspondência à CVM, em outubro, em que solicitou que a autarquia seja mais cautelosa na eventual dispensa do cumprimento de normas, se e quando devidamente permitidas por lei ou pela própria norma, e que exceções às proteções regulamentares – notadamente através dos artigos 28 e 34 da ICVM 361 – estejam condicionadas à estrita observância dos fundamentos da regulação, em especial à confiabilidade do mercado de capitais e proteção dos investidores.

## ASSOCIATION REQUESTS CVM TO ADOPT MORE RIGOROUS PROCEDURES IN EVALUATING JOINT TENDER OFFERS

The recent decisions taken by the Brazilian Securities and Exchange Commission – CVM – related to the so-called joint tender offers have been a concern among minority shareholders. A joint tender offer is the joining of two or more (compulsory or voluntary) offers in one single tender offer based on the hypotheses listed in CVM Instruction 361 and in the regulations on the different listing levels of BM&F Bovespa (the Securities, Commodities & Futures Exchange). Instruction 361 sets forth the requirements to be met by a company when delisting. The fact is that, by joining the offers, the ‘mixing’ of the regimes involved can affect the protection to minority shareholders. Accordingly, they can feel compelled to accept the offer under the penalty of, for example, remaining with the shares of a company with low liquidity or with the shares of a company that has either left Novo Mercado or a different governance level of BM&F Bovespa.

According to Walter Albertoni, Amec’s legal advisor, a joint tender offer is aimed to optimize time and reduce the companies’ costs; however, it must be accepted only when it’s possible to make the procedures of the different types of tender offers involved compatible. “In this case, it’s necessary that all individually imposed requirements are met and that such procedure does not harm the offer’s recipients,” he states.

Joint tender offers have been regulated as a mechanism to defend the capital market once they seek to protect investors and minority shareholders from attitudes that can eventually affect their interests or cause damages.

According to Albertoni, when joint tender offers were regulated by Instruction 361, it passed on a clear message to the market towards the evolving of the regulation. However, after more than ten years since its issuing, market participants “learned ways” to prevent the essence of such regulation from being fully applied, acting on a merely formal basis, what has eventually undermined its protective character. “Therefore, it’s important to have in mind that only if protections are effectively followed and the regulation respected will capital markets develop,” he says.

“The regulations on going private transactions are different for the capital market and BM&F Bovespa’s Novo Mercado,” points out Mauro Rodrigues da Cunha, Amec CEO. “If the company makes only one offer, it’s CVM that evaluates it.” He explains that, to go private, it’s necessary that shareholders representing one third of the company’s capital adhere to the offer, and that the price paid for outstanding shares is established through an appraisal report, of which minority shareholders can disagree and request a new appraisal.

For a company to leave the Novo Mercado, the appraisal report is approved in a meeting by shareholders, as well as the decision of leaving the differentiated cor-

porate governance level at BM&F Bovespa. “The company makes the tender offer according to the price set in the appraisal report, no second appraisal is allowed, and leaves Novo Mercado without the consent of minority shareholders,” adds Amec CEO.

“CVM has been dealing with these transactions in a way that, if the shareholder does not sell his/her shares in the offer, the company is not delisted, but the liquidity of its shares is reduced, in addition to the fact that the company eventually leaves Novo Mercado,” Cunha explains. “There are several tender offer models that eventually allow a huge pressure on minority shareholders. We think that, if CVM unifies (the offers), it should do that based on all protective measures to safeguard shareholders,” Amec CEO adds. “Otherwise, the company has to make two offers, one to leave the Novo Mercado and another one to go private. Accordingly, shareholders do not feel compelled to sell their shares.

On the other hand, the changes established by the Law 10,303/2001, combined with the articles 26 and 28 of CVM Instruction 361, bring about a structure with the clear objective of suppressing the so-called virtual delisting or, more generically, to prevent controlling shareholders or the person linked to them from reducing the liquidity of the shares issued by the company to the detriment of remaining investors.

“Such moves are primarily seen in depressed markets, in which some shares can be priced below the company’s equity or below its ability to generate cash, as it has been happening now in Brazil. This scenario demands greater attention from the regulator and market participants,” explains Amec’s legal advisor.

According to Albertoni, the article 28 of Instruction 361 brought the exceptional possibility of rescinding the requirement on the participation of the controlling shareholder in a tender offer through an increase in its participation, subjecting such authorization to the transfer of the excessive participation in a three-month period, extendable, only once, for other three months. “Once these are exceptions, Amec understands that the possibility covered by article 28 should be conceded only on an extremely special basis and in accordance to the parameters set forth in the regulation. Exceptions, however, seem to have become the rule,” he points out.

Cunha adds that, in the case of the three-month exceptionality, the company has to sell the shares according to the market price.

On account of shareholders’ concern and the amount of exceptions granted by CVM, Amec sent a letter to CVM in October requesting the regulator to be more careful about exempting companies from complying with the regulations, if and when duly allowed by the law or by the regulation itself, and that the exceptions to the regulatory protections – primarily through the articles 28 and 34 of ICVM 361 – are conditional upon the observance of the fundamentals of the regulation, especially with respect to the reliability of the capital market and protection of investors.



# MEDIDAS DA CVM APERFEIÇOAM FUNCIONAMENTO DO MERCADO

A CVM (Comissão de Valores Mobiliários) tomou uma série de decisões e medidas durante o ano passado no sentido de coibir abusos e restabelecer as melhores práticas de governança corporativa por parte dos agentes do mercado de capitais. Após uma consulta da Amec, a CVM se manifestou, em setembro, sobre a obrigatoriedade de análise e deliberação do conselho de administração sobre as demonstrações contábeis trimestrais. A preocupação dos associados da Amec vinha da percepção de que diversas empresas não submetem os ITRs para análise e deliberação dos conselheiros.

Inicialmente, o regulador admitiu que o texto da lei 6.404 não permite obrigar as empresas a submeter os ITRs para deliberação do conselho. Trata-se da forma como a lei está escrita. Porém, a CVM teve o cuidado de explorar o assunto em detalhes, indicando os caminhos que devem tomar os conselhos. Nas palavras da CVM: “diante da competência atribuída por lei aos membros do Conselho de Administração e, principalmente, a fim de cumprirmos com seu dever de diligência, é recomendável que os conselheiros apreciem com antecedência as informações financeiras”. O órgão considera, ainda, que os conselheiros podem, proativamente, solicitar as informações, com a finalidade de cumprirmos seus deveres fiduciários. E acrescenta: a vedação à negociação de ações por administradores nos 15 dias que antecedem a publicação das demonstrações trimestrais configura presunção de que este acesso exista.

Para as companhias que vedam ou restringem o acesso dos conselheiros às demonstrações financeiras com antecedência razoável, a CVM é ainda mais dura: “a companhia não poderia negar o acesso prévio às informações trimestrais (antes de sua divulgação ao mercado), caso tenha havido solicitação de algum membro do conselho de administração”.

## CVM MEASURES ENHANCE THE MARKET

The Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) took a number of decisions last year with a view to suppressing abuses and reestablishing the best corporate governance practices by the capital market's participants. After an Amec's inquiry, the regulator stated, in September, that Boards of Directors are required to analyze and deliberate over quarterly financial statements. Amec members' concern resulted from the perception that several companies do not submit their quarterly statements to the analysis and deliberation of their boards.

Initially, the regulator had admitted that, according to the Law 6,404, companies are not obliged to submit their quarterly statements to the deliberation of their boards. The problem is in the way the law is worded. However, CVM was careful enough to address the issue in details, showing the ways to be followed by Board of Directors. In CVM own words: “In view of the competence attributed by the Law to Board members and, mainly, with a view to fulfilling their duty of care, it's recommended that members analyze the financial information in advance of publication.” The regulator also considers that Board members can, on a proactive basis, request access to the statements to be able to meet their fiduciary duties. CVM adds: “the banning on the trading of shares by the management team in the 15 days prior to the disclosure of quarterly statements configures the assumption that such access exists.”

In the case of companies that ban or restrict the access of Board members to financial statements reasonably in advance, the entity is even firmer: “The company cannot deny the previous access to quarterly statements (before their disclosure to the market) when requested by a Board member”.

CVM decision is a breakthrough that will certainly help shape the role of Boards of Directors in Brazil in the next years.

In December, the CVM Board decided that the exercise of vote by

A decisão da CVM é um marco que sem dúvida irá ajudar a moldar o papel dos conselhos de administração no Brasil nos próximos anos.

Em dezembro, o colegiado da autarquia decidiu que o exercício de voto de acionistas pessoas jurídicas nas assembleias será facilitado. Atendendo a um recurso da gestora Modal, ficou estabelecido que esses acionistas não precisam mais entregar uma procuração somente para um advogado ou acionista para participar das reuniões. Eles podem escolher um representante e lhe repassar documentos que validem sua representação. A obrigatoriedade de representação via advogado ou acionista foi mantida apenas para as pessoas físicas.

A decisão vai na linha de simplificar o processo de representação de acionistas, tornando mais fácil o exercício dos direitos dos minoritários.

No mesmo mês, a CVM multou um fundo em R\$ 800 mil por ter votado nas eleições de candidatos a conselheiros da Petrobrás em vagas destinadas a minoritários em assembleias realizadas em 2011 e 2012. Outros fundos receberam advertências por terem votado nas mesmas assembleias. A decisão deixa clara a importância de se preservar o caráter independente dos votos de acionistas não ligados ao controlador – o que historicamente tem impedido a eficácia de uma série de direitos dos investidores.

Em novembro, o presidente da CVM, Leonardo Pereira, concedeu uma entrevista em que reconhece que a autarquia detectou falhas no processo sancionador que buscava identificar *insider trading* com as ações da CCX. A peça de acusação continha falhas que dificultaram a efetividade da ação do regulador. O investidor foi absolvido, mas o caso serviu para que a CVM iniciasse uma reflexão sobre a forma de dar maior eficácia ao *enforcement* deste problema que a Amec já qualificou de “Imperador de Todos os Males”.

corporations in Shareholders' Meetings will be facilitated. After a complaint brought by the fund management company Modal, the regulator established that such shareholders no longer have to grant a power of attorney only to a lawyer or shareholder to participate in the meetings. They can choose representatives and provide them with documents that validate their participation. The compulsory representation of a lawyer or shareholder was kept only for individuals.

The decision seeks to simplify shareholders' representation process, making the exercise of minority shareholders' rights easier.

In that same month, one fund was fined R\$ 800,000.00 by CVM for having voted in the election of candidates to occupy the seats of Petrobras' board of directors allocated to minority shareholders in the company's 2011 and 2012 General Shareholders' Meetings. Previ and Funcef received a notice for having voted in the same meetings. The decision shows the importance of preserving the independent nature of the votes of shareholders not linked to the controlling shareholder – fact that has been historically affecting the effectiveness of a number of investors' rights.

In November, CVM's Executive Chairman, Leonardo Pereira, gave an interview in which he recognized that the regulator detected failures in the sanctioning process to identify insider trading with CCX stock. The document containing the charges had mistakes that made the effective action by the regulator difficult. The investor was acquitted, but the case has led CVM to start to analyze a way of making the enforcement of such practice, already qualified by Amec as the “Emperor of All Evils,” more effective.

# ENTIDADE FAZ CRÍTICAS À EMISSÃO DE TÍTULOS “CRIATIVOS”

A Amec, durante o ano passado, encaminhou três correspondências à CVM elencando considerações sobre a emissão, por parte de algumas companhias, de títulos que a entidade qualificou como criativos ou exóticos, por não poderem compor a carteira de fundos de investimento. Eles são representativos de direitos ou valores que são emitidos de forma a não infringir a normatização existente - no Brasil pode-se fazer tudo que não seja proibido por lei -, mas possuem certas características que impossibilitam que todos os agentes de mercado possam adquiri-los ou mantê-los em carteira.

Walter Albertoni, assessor jurídico da Amec, exemplifica, dizendo que títulos que representam valores a serem apurados ou que não possuem cotação de mercado não podem compor a carteira de ativos de fundos. O que impede a manutenção de tais títulos em carteira é a própria regulamentação do setor. Daí a classificação de criativos.

De acordo com o assessor jurídico, a Instrução 409, da CVM, define fundo de investimento como a comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros. “Por ativos financeiros, a CVM optou por defini-los na instrução de maneira taxativa, enumerando exaustivamente suas espécies.” Para explicar, Albertoni cita trecho da instrução: “Somente poderão compor a carteira do fundo ativos financeiros admitidos à negociação em bolsa de valores, de mercadorias e futuros, ou registrados em sistema de registro, de custódia ou de liquidação financeira devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM, nas suas respectivas áreas de competência”.

Dependendo das características desses títulos, sua emissão

pode ser considerada abuso de poder de controle. “Abuso de poder de controle é uma modalidade de ‘ato ilícito’ prevista na Lei das Sociedades por Ações, em seu artigo 117. Assim sendo, poderá se configurar abuso do poder de controle se tais títulos forem utilizados para impedir ou dificultar ou regular exercício de direitos por parte dos acionistas minoritários.”

Um dos casos práticos analisados pela Amec diz respeito à emissão de debêntures conversíveis em ação de uma companhia aberta que possuía características que impedia que os fundos de investimento pudessem adquirir tais títulos. Neste caso específico, os acionistas minoritários acabaram sendo diluídos, pois não puderam exercer o seu direito de preferência para adquirir as debêntures na proporção das ações que possuíam na companhia.

Albertoni conta que as operações realizadas pela MMX (tanto na emissão original como na operação de troca recente), pela Totvs (emissão privada de debênture não registrada para negociação), pela PDG (aumento de capital mediante a subscrição de ativo complexo), pela ALL (debêntures incentivadas), pela Dufry (emissão de títulos de dívida) e pela Klabin (emissão de debênture com características que impediram a sua aquisição por fundos) podem ser consideradas exemplos criativos.

A Amec entende que a atual situação deve ser regulamentada pela CVM de modo a evitar prejuízos para os acionistas minoritários e investidores.

Uma das sugestões apresentadas foi a de que nesses casos deve ser criada uma alternativa para aquele acionista que não possa adquirir ou manter um título “criativo” ou “complexo” tenha a possibilidade de receber o seu justo valor à vista, com um desconto adequado.

## ASSOCIATION QUESTIONS THE ISSUANCE OF ‘CREATIVE’ SECURITIES

Last year, Amec sent three letters to the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) with considerations about the issuance of securities considered ‘creative’ or ‘exotic’ by the association as they cannot be included in portfolios of regulated mutual funds. These securities are represented by credits or securities issued with a view to not disrespecting the existing regulation – in Brazil, one can do everything provided it’s not banned by the law -, but there are some characteristics that make it impossible for some market participants to purchase or hold them in their portfolios.

Walter Albertoni, Amec’s legal advisor, exemplifies the case by explaining that securities that represent values yet to be assessed or that lack a market price quote cannot be part of mutual funds’ portfolios. The sector’s own regulatory structure prohibits the keeping of such securities in the portfolios. That’s why they are classified as creative securities.

According to Albertoni, CVM Instruction 409 defines mutual fund as the commingling of funds constituted under the form of joint ownerships and designed to hold securities. “CVM has opted to define securities in the instruction on a restricted basis, exhaustively listing the different types.” To explain, the legal advisor quotes a paragraph of the instruction itself: “Only securities traded in stock and commodities and futures exchanges or registered in record, custody or financial settlement systems duly authorized by the Central Bank of Brazil or by the Brazilian Securities and Exchange Commission can be part of a fund’s portfolio, in their respective areas of competence.”

Depending on the characteristics of such securities, their issuance can be considered an abuse of power by the controlling shareholder. “Abuse of power by the controlling shareholder is a type of ‘illegal act’ provided in the article 117 of the Business Corporation Act. Therefore, if such securities are used to avoid, make it difficult or regulate the exercise of rights by minority shareholders, the transaction can be considered an abuse of power by the controlling shareholder.”

A practical case analyzed by Amec refers to the issue of convertible debentures by a publicly-held company with characteristics that prevented mutual funds from purchasing them. In this specific case, minority shareholders were eventually diluted because they could not exercise their preference right to purchase such debentures in the amount proportional to the stock they held in the company.

Albertoni says that the transactions conducted by MMXM11 (both in the original issue and in a recent exchange transaction), Totvs (issue of private debentures not listed for negotiation), PDG (capital increase through the subscription of complex assets), ALL (incentive debentures), Dufry (issue of debt securities), and Klabin (issue of debentures with characteristics that prevented funds from purchasing them) can be considered examples of creative transactions.

Amec understands that the current situation must be regulated by CVM with a view to avoiding losses for minority shareholders and investors.

One of the suggestions made was to offer an alternative to the shareholder who cannot purchase or keep a “creative” or “complex” security so that he/she can receive its fair value in cash, with the due discount.

# WALTER MENDES ASSUME DIRETORIA EXECUTIVA DO CAF

O CAF (Comitê de Aquisições e Fusões) passou por modificações no ano passado. Walter Mendes, que integrava a Amec desde sua criação, em 2006, deixou em agosto uma das vice-presidências da entidade para assumir a diretoria executiva do CAF. O CAF tem como objetivo assegurar a observância de condições equitativas nas ofertas públicas de aquisição de ações e operações de reorganização societária envolvendo companhias abertas brasileiras que, a partir de um modelo de autorregulação voluntária, decidam se submeter ao órgão.

O CAF foi criado em agosto de 2013. Segundo Mendes, o primeiro ano de atuação foi dedicado à sua própria organização e à apresentação às companhias. “Esse trabalho é demorado, porque temos de fazer contato com as empresas e mostrar porque elas devem aderir.”

A partir de sua posse na diretoria executiva, em setembro, Mendes conta que o CAF passou para uma segunda etapa de trabalhos, a sua disseminação e divulgação junto aos membros do mercado, como fundos locais e estrangeiros, outras associações e alguns órgãos ligados ao governo. “Foram esses contatos que priorizamos nos meus primeiros cinco meses de trabalho, além de um contato mais intenso com o Takeover Panel inglês”, acrescenta. O Takeover Panel é a fonte de inspiração para a criação do CAF.

Nesse sentido, no início de 2015, Mendes e Vanessa Brenneke, assessora jurídica do CAF, participaram de um curso de três semanas no órgão inglês que avalia operações de reestruturação, fusões e aquisições. Criado há cerca de 40 anos, o Takeover Panel serve de modelo para órgãos semelhantes em vários países. Mendes conta que esse padrão foi instituído em toda a Comunidade Europeia. “Porém, cada país cria o órgão de acordo com as características locais.”

## WALTER MENDES NAMED CAF NEW MANAGING DIRECTOR

CAF - the Brazilian Takeover Panel - underwent changes last year. Walter Mendes, Amec's member since its founding in 2006, left the association in August to assume CAF Executive Management. CAF is aimed to ensure an equitable treatment in public tender offers and corporate restructurings involving Brazilian publicly-traded companies that, based on a voluntary self-regulatory model, decide to submit to the body.

CAF was established in August, 2013. According to Mendes, during the first year of activities, the panel focused on organizing and introducing itself to the companies. “This is something that takes time. We need to make contact with companies and show why they must adhere to the body.”

After that Mendes has become CAF Managing Director, the panel has started to gear efforts towards disseminating and advertising its work among local and foreign funds, other associations and some government-related bodies. “During the first five months, we focused on these contacts, in addition to getting closer to the UK Takeover Panel,” he adds. The UK Takeover Panel is the source of inspiration for the creation of CAF.

In the beginning of 2015, Mendes and Vanessa Brenneke, CAF legal advisor, participated in a three-week course offered by the English body on restructuring transactions, mergers and acquisitions. Established 40 years ago, the Takeover Panel is a model for similar bodies in several countries, which standards have been adopted all over the European Community. “Each country creates its own panel and adjusts it to its specific characteristics,” Mendes explains.

The UK Takeover Panel was created by entities from the capital market. As of 2006, after its expansion throughout Europe, the possible incorporation into the country's market regulator was broadly discussed, also by the Parliament. The conclusion was that it should continue an

independent body and become part of the legislation. “It has maintained its independent character, but with a state enforcement,” Mendes says.

The Brazilian CAF is chaired by the jurist Nelson Eizirik and has a panel comprised of 11 independent members responsible for the issuing of opinions. The panel's members are supervised by the board, comprised of four representatives of its founding entities: BM&F Bovespa (the Securities, Commodities & Futures Exchange), IBGC (Brazilian Institute of Corporate Governance), Anbima (Brazilian Association of Entities of the Financial and Capital Markets), and Amec (Association of Capital Market Investors).

According to its Self-Regulatory Code, CAF's objective is to ensure an equitable and egalitarian treatment to shareholders. More specifically, the Article 29 establishes that tender offers and corporate restructuring transactions must ensure an egalitarian treatment among holders of the same type of shares and an equitable treatment in relation to the holders of different types or classes of shares.

With this in mind, Amec reiterates that, when analyzing the possibility of adhering to CAF, it's important that companies consider the principles that rule the code. After all, it says that “On interpreting and applying the Self-Regulatory Code, the Panel shall be concerned primarily with attending to the spirit of the Core Principles more than the letter of the Rules.”

Amec has been supporting CAF extensively: Walter Mendes actively participates in Amec's Technical Commissions, the entity has been gaining space in the association's annual events and newsletter, in addition to having its support in roadshows abroad.

# GRUPO TRABALHA PARA CÓDIGO ÚNICO DE GOVERNANÇA

O Grupo de Trabalho (GT) Interagentes deu continuidade, ao longo de 2014, em sua agenda de discussões e ações para a melhoria do mercado brasileiro. Ele é composto por 11 entidades (Abrapp, Abrasca, ABVCAP, Amec, Anbima, Apimec, BM&F Bovespa, BRAiN, IBGC, Ibmecc e Ibri, além do BNDES e da CVM, como observadores). O grupo segue o espírito da Nova Agenda Positiva do Mercado de Capitais, proposta pela Amec no seu 4º Seminário, em 2011.

Sandra Guerra, presidente do conselho de administração do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), afirma que uma das principais iniciativas do GT Interagentes no ano passado foi começar a discutir a criação de um Código-País. “Vários países do mundo tinham diversos documentos referenciais de boa governança e ao longo do tempo criaram um único código”, explica. “No Brasil, não temos isso.” Segundo ela, há o código do IBGC – que está passando pela quarta revisão –, existe o manual da CVM, que é do início dos anos 2000, e o código da Abrasca. “A vantagem de um documento único é que ele fortalece a orientação sobre as melhores práticas. É um documento referencial. Torna-se mais contundente para a aderência às melhores práticas”, afirma Sandra, lembrando que o código-país já é realidade em 56 países. “Em 46 deles, o regime é o do pratique ou explique.”

A presidente do conselho do IBGC conta que o regime do pratique ou explique faz com que a consciência fique na mão da empresa ou organização e não do regulador. A empresa ganha a liberdade de olhar as práticas e usar, e de explicar quando ela não usa. Ela deve dizer se determinada norma não se aplica ao seu contexto ou em seu momento organizacional. Assim, os usuários da informação têm como avaliar e entender. Ele dá liberdade à companhia, tira essa responsabilidade do regulador e dá aos outros agentes, como os investidores, a possibilidade de fazer o acompanhamento e a fiscalização das práticas adotadas.

## GROUP WORKS ON SINGLE GOVERNANCE CODE

During 2014, the GT Interagentes continued to work on its agenda of discussions and actions towards the improvement of the Brazilian capital market. The group is comprised of 11 associations: ABRAPP (Brazilian Association of Pension Funds), ABRASCA (Brazilian Association of Publicly-Held Companies), ABVCAP (Brazilian Association of Private Equity & Venture Capital), AMEC (Association of Capital Market Investors), ANBIMA (Brazilian Association of Entities of the Financial and Capital Markets), APIMEC (Association of Investment Analysts and Professionals of the Capital Market), BMF&BOVESPA (Brazilian Securities, Commodities and Future Exchange Commission), BRAIN (Brazil Investments & Businesses), IBGC (Brazilian Institute of Corporate Governance), IBMEC (Brazilian Institute of Capital Markets), and IBRI (Brazilian Institute of Investors Relations), in addition to the participation of BNDES (Brazilian National Bank for Social and Economic Development) and CVM (Brazilian Securities and Exchange Commission) as observers. The group follows the suggestions of the New Positive Agenda for the Capital Market proposed by Amec in its 4th Seminar, in 2011.

Sandra Guerra, chairman of the Brazilian Institute of Corporate Governance (IBGC), states that one of the main initiatives developed by GT Interagentes last year were the discussions around the creation of a Country-Code. “A number of countries worldwide used to have several reference documents outlining good governance practices and, with time, they created a single code,” she explains. “We do not have that in Brazil.” According to her, there is IBGC code – which has been undergoing its fourth revision –, CVM manual, created in the beginning of the first decade of the century, and Abrasca code. “The advantage of having only one document is that it strengthens the guidance on the best practices. It’s a reference document. It becomes more powerful when it comes to the adherence to the best practices,” states Sandra, who also points out that country-codes are already used in 56 countries. “46 of them follow the practice or explain model.”

The chairman says that, under the practice or explain model, the company is accountable for the

actions taken, not the regulator. “The company is free to analyze and follow the practices and, in the event they are not followed, it must explain the reason. The company is responsible for explaining whether a specific regulation applies to its context and organizational moment. Therefore, users of information have the chance of evaluating and understanding the context. “It provides the company with freedom, takes this responsibility from the regulator and provides other participants, such as investors, with the possibility of following up and supervising the practices adopted.” The practice or explain model was the focus of discussion of one of the subgroups that is part of GT Interagentes.

In addition to the mentioned initiative, the GT promoted two seminars in São Paulo about fiduciary duties, attended by almost 200 participants on the total. In October, it published the guidance document “Directors’ Fiduciary Duties and Duty of Care” in electronic format, created and signed by the eleven representatives of its member associations.

The document is aimed to guide directors of business corporations and publicly listed and unlisted companies about the procedures and duties to be followed so that they can effectively fulfill their fiduciary duties provided for in the Law 6.404/76 of the Business Corporation Act.

The Modernization of Shareholders’ Meetings subgroup worked to align GT’s 11 member associations to suggest improvements to Shareholders’ Meetings. The Insider Trading subgroup studied the self-regulation, regulation and legislation related to the use of privileged information to suggest educational actions to market’s participants and ways to improve the effective applying of regulations.

Additionally, the body published the results of the online survey among 515 members and audiences of its participating entities about the effectiveness of the regulation and self-regulation models.

Sandra Guerra points out that one of the most important actions were the meetings with the economic advisors of the three main candidates to the Presidency of the Republic. “We introduced an agenda showing the importance of the capital market as a driving force of the economic growth, corporate governance, importance in attracting foreign institutions to finance the country’s growth, complementary pension funds and competitiveness and taxation.”

# ENTIDADE DIVULGA SUA VISÃO DOS FATOS

Por decisão do seu Conselho Deliberativo, a Amec vem desde 2013 externando seus pontos de vista sobre questões envolvendo os acionistas e as companhias abertas. No ano passado, a entidade divulgou sete textos em seu site, no site [www.transparenciaegovernanca.com.br](http://www.transparenciaegovernanca.com.br) e na Revista RI. Com o título “Voto de Cabresto”, a entidade publicou texto explorando o tema: “Um grande acionista de uma empresa aberta vende sua posição acionária. Ato contínuo, o membro do conselho de administração indicado e eleito por aquele acionista renuncia ao cargo. O que parece o curso natural dos fatos esconde na realidade um dos aspectos mais negativos da governança corporativa: a noção de que o conselheiro ‘pertence’ a um determinado acionista”, diz o texto. E explica que, pela lei, o administrador eleito tem o dever de zelar pelos interesses da companhia, mesmo que contrarie o desejo dos que o elegeram.

Com o título “Virtus in medium est”, a opinião publicada em julho de 2014 tece críticas à regulação do mercado. O texto mostra que o mercado brasileiro se encontra hoje num “equilíbrio ruim”, com cerca de 300 companhias abertas e menos de 1% da população com exposição ao mercado de ações. “Há algo errado com nossa estrutura institucional que não tem permitido o desenvolvimento do mercado de capitais. Há excesso de regras? Há falta de regras? Há problemas de *enforcement*? A resposta mais provável é: sim, sim e sim”, provoca a entidade.

O texto mais polêmico do ano foi “Simple assim”, de maio, em que a Amec critica a decisão do colegiado da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) de aprovar o processo de reestruturação da operadora de telefonia Oi (ver página 17). Outra opi-

nião que chamou a atenção foi publicada em outubro, com o título “Quem paga a conta do prêmio de controle?”, em que a entidade se posiciona sobre a prática brasileira de beneficiar o prêmio pago aos controladores em operações de troca de comando de uma companhia aberta. (ver página 19).

A necessidade de conselheiros verificarem as demonstrações financeiras trimestrais das companhias, constantes nos ITRs (Informativos Trimestrais) foi objeto texto “Sem fugir das responsabilidades”, publicado em outubro. “Neste mês, a CVM mandou uma mensagem fortíssima aos omissos de nossos conselhos. Após uma consulta da Amec, o regulador se manifestou sobre a obrigatoriedade de análise e deliberação do conselho de administração acerca das demonstrações contábeis trimestrais”, informou a entidade (ver página 25).

Na publicação opinativa “Para que servem os laudos?”, a Amec questiona o rigor com que são elaborados os laudos de avaliação e, conseqüente, a determinação do preço justo de uma empresa ou ação. Pesquisa aos julgados da CVM nos últimos anos não encontra sequer uma condenação transitada em julgado de avaliadores, administradores ou controladores por conta de avaliação mal feita (na verdade, houve uma ‘advertência’). Ou nossas avaliações são prístinas, ou temos um sério problema de *enforcement*, avaliou a Amec em junho.

No texto “Mais um passo rumo à democracia corporativa”, de fevereiro, a entidade chama a atenção para as “palavras” que são ditas pelo regulador do mercado de capitais, muitas vezes no intuito de sublinhar um ponto da legislação que vem sendo deixado de lado pelos julgados.

## ASSOCIATION PUBLISHES ITS VIEW ON THE FACTS

Following the decision of its Board of Directors, Amec has been publishing its view on topics related to shareholders and publicly-held companies since 2013. Last year, the association published seven articles on its website, on [www.transparenciaegovernanca.com.br](http://www.transparenciaegovernanca.com.br) and in Revista RI magazine.

Entitled “Instructed Vote,” the association published an article about the topic: “A major shareholder of a listed company sells his/her share interest. Immediately thereafter, the Board member nominated and elected by that shareholder resigns from his/her position. What seems the natural course of the facts actually hides one of the most negative aspects of the corporate governance in Brazilian companies: the notion that a Board member ‘belongs’ to a specific shareholder,” the text says. And it explains that, according to the law, board members elected have the duty of watching over the company’s interests, even that it’s against the interests of those who elected them.

“Virtus in medium est” was the article published in July 2014, in which the association criticizes market regulations. The text shows that the Brazilian market is today in a “bad equilibrium”, with approximately 300 publicly-held companies and less than 1 percent of the population exposed to the stock market. “There is something wrong with our institutional structure that has been hindering the development of the capital market. Are there too many rules? Is there lack of rules? Are there enforcement problems? The most probable answer is: yes, yes, and yes,” the association points out.

“That Simple” was the year’s most controversial text, published in May, in which Amec criticizes the decision by the Board of the Brazilian Securities and Exchange Commission of approving the restructuring process of the telecom operator Oi (see page 18). Another opinion that called market’s attention was published in October, entitled “Who pays for the control premium?,” in which

Amec manifests about the Brazilian practice of benefiting the premium paid to controlling shareholders in transactions dealing with the change in the controlling group of publicly-held companies. (see page 20).

The need of Board members to check the companies’ quarterly financial statements included in the ITRs (“Informativos Trimestrais”) was the topic addressed in “Accountable,” published in October. “This month, the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) has delivered a sharp message to our dodger directors. After an Amec’s inquiry, the regulator stated that Board of Directors are required to analyze and deliberate over quarterly financial statements,” the association reported (see page 25).

In the article “What are appraisals for?,” Amec questions the rigor applied to the preparing of appraisal reports and, consequently, the establishing of the fair price of a company or share. “A survey on the cases judged by the Brazilian Exchange and Securities Commission (CVM) for the last years does not find a single conviction of appraisers, managers or controlling shareholders to become final and binding as a result of a poor evaluation (in fact, there was one ‘warning’). That is, our evaluations are either fantastic or we have a serious enforcement problem,” Amec questioned in June.

In the text “An additional step towards the Corporate Democracy,” published in February, Amec calls the attention to the “words” said by the capital market’s regulator, many times aimed to highlight an item in the legislation that has been left aside by those under its regulation.

# INTERNACIONALIZAÇÃO É META CONSTANTE

**A** Amec participou, durante o ano passado, de uma série de eventos que se pautaram pela discussão dos direitos dos acionistas e das melhores práticas de governança corporativa. Como já é tradicional, a entidade participou da Mesa Redonda de Governança Corporativa, organizada pela OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), em parceria com o IFC e o Governo da Espanha. O encontro aconteceu em Bogotá, na Colômbia, entre os dias 17 e 19 de novembro, sob o patrocínio da BVC (Bolsa de Valores Colombiana). A BM&F Bovespa, a CVM e o IBGC também participaram do evento.

Dentre os diversos temas discutidos, destaca-se a revisão dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, que está em andamento e com conclusão prevista para 2015. O presidente executivo da Amec, Mauro Rodrigues da Cunha, proferiu palestra que tratou dos capítulos de Efetividade da Governança, Direitos dos Acionistas e Investidores Institucionais.

Além disso, a Amec apresentou as conclusões do Investor Task Force, criado em 2013 com o objetivo de mapear o papel dos investidores institucionais brasileiros no processo de governança das empresas nacionais. O evento discutiu, ainda, o relatório da Força Tarefa sobre grupos corporativos, que contou com a participação da CVM.

Em junho, a entidade participou da conferência anual da ICGN (International Corporate Governance Network), em que o Comitê dos Direitos dos Acionistas aprovou um documento no qual elenca todas as dificuldades encontradas por acionistas do mundo para exercerem o direito ao voto. “O objetivo dessa iniciativa é trabalharmos em conjunto para mitigar todos os problemas. É um grande intento, mas, se unirmos forças, conhecimentos e contatos, conseguiremos articulações importantes, que nos farão avançar de forma consistente”, afirma Cunha.

Na Assembleia Geral, que tradicionalmente ocorre em paralelo à Conferência Anual, os associados da ICGN aprovaram a revisão dos seus Princípios Globais de Governança. O documento representa uma fusão entre os princípios anteriores (focados nas companhias) e os Princípios de Responsabilidades dos Investidores Institucionais. A Amec contribuiu no processo de edição do novo documento, trabalho que foi reconhecido pelo ICGN, que incorporou algumas das sugestões.

No mesmo mês, a OCDE realizou a Roundtable da América Latina sobre Governança Corporativa, em Quito. O evento, que é realizado anualmente, configura-se como um fórum que une formuladores de políticas, entidades reguladoras, líderes empresariais, investidores e especialistas da região, bem como os respectivos representantes dos países-membros da OCDE.



**Amec participou da conferência anual da ICGN (International Corporate Governance Network)**

A Roundtable estabeleceu um Grupo de Trabalho sobre Transações com Partes Relacionadas, com o qual a Amec contribuiu ativamente, pois emitiu um relatório com recomendações e uma análise das experiências na Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

Em março, a Amec esteve no Terceiro Encontro da Rede Latino-Americana de Governança Corporativa das Empresas Estatais, realizado em Buenos Aires pela OCDE, que contou com a presença de mais de uma dezena de especialistas de todo o mundo.

Mauro Rodrigues da Cunha participou do painel que abordou os desafios para a governança corporativa das empresas estatais com o tratamento de operações com partes relacionadas. O Grupo de Trabalho “Mesa Redonda Latino-americana” sobre operações com partes relacionadas identificou o tema como sendo uma questão que precisa ser aprofundada e melhor desenvolvida para que sejam identificados meios eficazes de controlar e prevenir o abuso nas operações com partes relacionadas em empresas públicas, particularmente naquelas que são negociadas em bolsa, ou de propriedade mista público-privada.

A entidade esteve presente também no encontro regional das Américas do CMPC (Capital Markets Policy Committee), do CFA Institute. O encontro aconteceu no final de março, e foi uma importante oportunidade não apenas para trazer as contribuições da Amec para o fórum, mas também para aproximar a instituição do CFA Institute, que congrega mais de 100 mil profissionais de investimento em mais de 100 países.

Além das participações em eventos de entidades destacadas, a Amec organizou um roadshow para investidores estrangeiros em março, visitando gestoras na Califórnia. Além da Blackrock e Franklin Templeton, que já são associadas, foram visitadas Calpers, Calsters, Brandes, GMO, Wells, Dodge and Cox, dentre outros. Foi possível ainda visitar o Chief Policy Officer da Glass Lewis – um elo importante em muitas das discussões de governança da Amec.

## INTERNATIONAL RELATIONS: A CONSTANT GOAL

Last year, Amec participated in a number of events focused on discussions about the rights of minority shareholders and best corporate governance practices. As always, the entity took part in the Corporate Governance Roundtable organized by OCDE (Organization for Economic Co-operation and Development) in partnership with IFC (International Finance Corporate) and the Government of Spain. The meeting was held in Bogota, Colombia, from November 17 to 19, sponsored by BVC (the Colombian Securities Exchange), BM&F Bovespa (The Brazilian Securities, Commodities and Futures Exchange), CVM (Brazilian Securities and Exchange Commission) and IBGC (Brazilian Institute of Corporate Governance) also participated in the event.

Among the several topics discussed, a highlight was the ongoing review of OCDE Principles of Corporate Governance, expected to be completed in 2015. Amec CEO, Mauro Rodrigues da Cunha, delivered a speech addressing the chapters on the Effectiveness of Governance, Shareholders' Rights and Institutional Investors' Rights.

Additionally, Amec presented the conclusion of the Investor Task Force, created in 2013 with the objective of mapping the role of Brazilian institutional investors in the governance process of Brazilian companies. The event also addressed the Task Force report about corporate groups, in which CVM participated.

In June, the association participated in ICGN (International Corporate Governance Network) Annual Meeting, in which the Shareholders' Rights Committee approved a document in which it lists all the difficulties faced by shareholders all over the world regarding the exercise of their voting rights. "The objective of this initiative is to jointly work to mitigate the problems. It's a big intent, but only by joining forces, knowledge and contacts will we be able to achieve important articulations that will help us evolve in a consistent manner," states Cunha.

In the General Meeting that usually takes place simultaneously to the Annual Conference, ICGN members approved the revision of its Global Governance Principles. The document combines former Principles (focused on the companies) with Institutional Investors' Responsibilities Principles. Amec has contributed to the editing of the new document and was recognized by ICGN, which incorporated some of our suggestions to the revision.

In that same month, OCDE promoted the Latin American Corporate Governance Roundtable in Quito, Ecuador. The event, held on a yearly basis, is a forum that brings together the region's policy makers, regulators, corporate leaders, investors and experts, as well as representatives of OCDE member countries.

The Roundtable established a Working Group about Transactions with Related Parties, with which Amec actively contributed by issuing a report with recommendations and an analysis of the Argentine, Brazilian, Chilean, Colombian, Mexican and Peruvian experiences.

In March, Amec was present in the Third Meeting of the Latin American Network of Corporate Governance of State-Owned Enterprises held by OCDE in Buenos Aires. The event gathered more than a dozen of experts from all over the world.

Mauro Rodrigues da Cunha participated in the panel that addressed the challenges for the corporate governance of state-owned enterprises when it comes to operations with related parties. The "Latin American Panel" Working Group about operations with related parties considered it an issue that needs to be further analyzed and better developed with a view to identifying more efficient ways to control and avoid abuses in transactions with related parties in state-owned enterprises, primarily in quasi-public corporations and companies not listed in Stock Exchanges.



**Amec participated in ICGN (International Corporate Governance Network) Annual Meeting last year**

The association also participated in the regional meeting of the Americas of the Capital Markets Policy Committee (CMPC), part of the CFA Institute. The meeting took place in the end of March and was an important opportunity for Amec to contribute with the forum and also get closer to the CFA Institute, which gathers more than 100,000 investment professionals from more than 100 countries.

Besides actively participating in the mentioned events, Amec organized a roadshow for foreign investors in March, during which it visited fund management firms in the State of California. In addition to Blackrock and Franklin Templeton, which are already Amec members, the Association visited Calpers, Calsters, Brandes, GMO, Wells, Dodge and Cox, among others. Amec also had the opportunity to visit the Chief Policy Officer of Glass Lewis – an important link in many of Amec's discussions around the governance issue.

# FÓRUM AMEC 2015 ACONTECE DIA 28 DE MAIO, NO INSPER

Em 2015, nosso principal evento passa a se chamar “Fórum Amec de Investidores”, enfatizando o caráter amplo e positivo dos debates. Com o tema “Forma X Essência- Os Desafios de Investir no Brasil”, o fórum será realizado no dia 28 de maio, na sede do Inasper, em São Paulo. Desta vez, a entidade conta com uma parceria com a renomada escola de economia e negócios para a realização do evento.

André Antunes Soares de Camargo, coordenador-geral do Inasper Direito, conta que o Inasper e a Amec sempre tiveram uma parceria informal no apoio de todos os eventos anuais da entidade, seja na divulgação, seja na indicação de palestrantes para compor os diversos painéis. “A realização do evento deste ano no Inasper é uma evolução natural desse alinhamento institucional de fomento de discussões técnicas, multidisciplinares e relevantes ao desenvolvimento do mercado de capitais em nosso país, com o objetivo de incentivar as boas práticas para um ambiente cada vez mais saudável e sustentável. Temos propósitos muito próximos que, em nossa opinião, alicerçam essa parceria”, afirma ele.

Por conta da parceria, o Inasper indicou dois de seus professores para participar dos debates do Fórum: Sergio Lazzarini e Marcelo Vieira von Adamek. “Esperamos mais um evento de alto nível e com a participação da sociedade como um todo. Temos interesse em aprimorar essa parceria institucional, acreditando que podemos ajudar no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, tão carente de apoios”, acrescenta Camargo.

O Fórum acontecerá entre 8h00 e 18h30 do dia 28 de maio. Ao longo do dia, serão debatidos temas relevantes para os investidores e para o mercado de capitais, como laudos de avaliação, a responsabilidade dos administradores, reparação de danos, remuneração dos administradores, o papel dos investidores e transações criativas.

## 2015 AMEC INVESTOR FORUM TO TAKE PLACE AT INSPER HEADQUARTERS, ON MAY 28

In 2015, our main annual event had its name changed to “Amec Investor Forum”, emphasizing the broad and propositional character of the debates. Entitled “Form x Essence – The Challenges of Investing in Brazil,” the Forum will be held at Inasper headquarters in São Paulo on May 28. This year, the association has partnered with this prominent Economics and Business School to promote the event.

André Antunes Soares de Camargo, general coordinator of Inasper Direito, says that Inasper has always had an informal partnership with Amec, supporting all the association’s annual events, whether by publicizing them or nominating speakers to participate in the several panels. “The fact that this year’s event is taking place at Inasper is the natural evolution of the institutional alignment of technical,

### HAPPY HOUR

## PRESIDENTES CELEBRAM O 8º ANIVERSÁRIO DA AMEC



Walter Mendes, Edison Garcia, Mauro Rodrigues da Cunha e Luiz Fernando Figueiredo

No dia 23 de outubro, os associados comemoraram o 8º aniversário da Amec. Na ocasião, os quatro presidentes da história da entidade - Walter Mendes, Edison Garcia, Mauro Rodrigues da Cunha e Luiz Fernando Figueiredo - prestigiaram o evento na Enoteca Decanter, em São Paulo, juntamente com os demais convidados.

Desde a sua criação, em 2006, a Amec procura a integração entre seus membros, seja na busca pelo aperfeiçoamento das regras do mercado ou de seu cumprimento, bem como em acontecimentos sociais como o realizado na Decanter.

## CEOs CELEBRATE AMEC’S 8TH ANNIVERSARY

On October 23, members celebrated Amec’s 8th anniversary. At the event, the four CEOs of Amec’s history - Walter Mendes, Edison Garcia, Mauro Rodrigues da Cunha, and Luiz Fernando Figueiredo – met members at Enoteca Decanter, in São Paulo, to celebrate the date together with other guests.

Since its founding in 2006, Amec has been focused on integrating its members whether through the enhancement of or compliance with the market’s regulations, as well as in social events like the one held at Decanter.

multidisciplinary and relevant discussions to help advance Brazil’s capital market, aimed to encourage good practices in a healthier and increasingly more sustainable environment. We have very similar objectives that, in our opinion, are the foundation for our partnership,” he states. On account of the partnership, Inasper recommended two of its professors to participate in the forum’s debates: Sergio Lazzarini and Marcelo von Adamek. “We expect a high-level event with the participation of the society as a whole. We are interested in improving this institutional partnership because we believe we can help in the development of the Brazilian capital market, which lacks support,” Camargo adds.

The forum will take place on May 28, from 8 am to 6:30 pm. Throughout the day, relevant topics for investors and the capital market will be addressed, such as appraisal reports, management fiduciary duties, damages and compensation to investors, management compensation, the investors’ roles, and creative transactions, among others.



# AMEC REALIZA COLETIVA PARA EXTERNAR OPINIÃO SOBRE O CASO OI

pela primeira vez em sua história, a Amec realizou uma entrevista coletiva de imprensa. A entidade só se manifesta publicamente sobre casos concretos quando o considera de relevância extrema. Por conta dos desdobramentos do caso envolvendo a operadora de telefonia Oi e por discordar da posição da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), o Conselho Deliberativo da entidade resolveu externar sua opinião convidando os jornalistas para o encontro, que ocorreu no dia 6 de maio de 2014.

Na coletiva, a Amec divulgou uma carta que já havia encaminhado à CVM com críticas à posição da autarquia, e também sua opinião por meio do artigo Opinião Amec,

intitulado “Simples Assim”, em que avalia que a CVM errou.

Participaram jornalistas representantes de 15 veículos, como os jornais Valor Econômico, Brasil Econômico, O Estado de São Paulo e Folha de São Paulo. Também compareceram blogs e agências de notícias como Arena do Pavini, Bloomberg, Infomoney, Teletime News, Thomson Reuters, e a portuguesa Lusa. Jornalistas dos jornais norte-americanos The New York Times e The Wall Street Journal participaram da coletiva, além das revistas Capital Aberto e Isto É Dinheiro, e da rádio CBN.

A carta endereçada à CVM e o artigo Opinião Amec podem ser acessados em [www.amecbrasil.org.br](http://www.amecbrasil.org.br)

## AMEC HOLDS PRESS CONFERENCE TO EXPRESS ITS OPINION ABOUT OI CASE

For the first time, Amec has held a press conference. The association expresses itself publicly only in concrete cases that it considers extremely relevant. On account of the events related to the transaction involving the telecom operator Oi and because it disagreed with the position taken by the Brazilian Securities and Exchange Commission – CVM -, the association’s Board of Directors decided to express its opinion inviting journalists to a press conference on May 6, 2014.

During the meeting, Amec introduced the letter it had submitted to CVM criticizing the regulator’s position, in addition to presenting its view in Amec Opinion article entitled “That Simple,”

in which it explains why it considers that CVM made a mistake.

Journalists representing 15 media outlets participated in the event, among which Valor Econômico, Brasil Econômico, O Estado de São Paulo, and Folha de São Paulo newspapers; blogs and news agencies such as Arena do Pavini, Bloomberg, Infomoney, Teletime News, Thomson Reuters, and the Portuguese Lusa; the U.S. The New York Times and The Wall Street Journal newspapers; Capital Aberto and Isto É Dinheiro magazines; and CBN radio channel.

The letter submitted to CVM and Amec Opinion article are available at [www.amecbrasil.org.br](http://www.amecbrasil.org.br)

## ENTIDADE MODERNIZA INFRAESTRUTURA DE TI

No ano passado, a Amec investiu na melhoria e modernização de sua infraestrutura tecnológica. Segundo Flávio Domingues, analista de infraestrutura responsável pelo trabalho, foram trocados dois servidores antigos por um mais moderno, que suporta todos os usuários e o futuro crescimento da Amec. Os arquivos da entidade foram transferidos para o serviço de *cloud computing* da Microsoft, aumentando a segurança e disponibilidade, além de acrescentar funcionalidades e acesso remoto. Os trabalhos consumiram cerca de um mês e meio. Entre compra do servidor e mão de obra, a Amec investiu R\$ 17 mil. Porém, no médio prazo o novo sistema de funcionamento da infraestrutura propiciará redução de custos operacionais, além de vantagens técnicas.

## ASSOCIATION UPDATES IT INFRASTRUCTURE

Last year, Amec invested in the improvement and updating of its technological infrastructure. According to Flávio Domingues, infrastructure analyst responsible for the project, two old servers were replaced with a more modern one that supports all users and Amec’s future growth. The association’s files were transferred to Microsoft cloud computing service, increasing the security and availability, and new functionalities and remote access were added. The project was completed in approximately one and a half month. With the purchase of the new server and service, Amec invested R\$ 17,000. However, the new infrastructure system will assure reduced operating costs and technical benefits yet in the medium term.

# AMEC APOIA ENTIDADES DO MERCADO

Amec tem como premissa apoiar e participar dos eventos promovidos por outras entidades do mercado financeiro e de capitais. Realizado em Porto Alegre, o 23º Congresso da Apimec (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais), em dezembro, foi um dos eventos que contou com a entidade, inclusive com a participação do presidente como palestrante, bem como o XI Seminário Internacional CPC Normas Contábeis Internacionais, ocorrido em novembro em São Paulo.

O apoio se estendeu ao 1º Encontro Abrasca de Direito das Companhias Abertas, realizado em outubro, no auditório da BM&F Bovespa, e também à 39ª Conferência Anual da Iosco Rio de Janeiro – 2014, que aconteceu em setembro, no Rio, organizado pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários). O 4º Encontro de Contabilidade e Auditoria para Companhias Abertas e Sociedades de Grande Porte, realizado pela Abrasca (Associação Brasileira das Companhias Abertas) e pelo Ibracon (Instituto dos Auditores Independentes do Brasil) contou com a Amec. Em agosto, foi realizado o 4º Congresso de Direito Societário, em São Paulo, em que os associados da Amec obtiveram 10% de desconto na inscrição.

O presidente da Amec, Mauro Rodrigues da Cunha, foi



**Amec participou do 23º Congresso da Apimec**

**Amec participated in the 23rd Congress of Apimec**

palestrante do evento Governança Corporativa no Mercado Financeiro e de Capitais, realizado em maio, pelo IASP (Instituto dos Advogados de São Paulo). A entidade participou ainda da avaliação do 16º Prêmio Abrasca - Melhor Relatório Anual de 2013, indicando três representantes avaliadores.

## AMEC SUPPORTS MARKET ASSOCIATIONS

One of Amec's premises is to support and participate in events promoted by other associations in the financial and capital market. Held in the city of Porto Alegre, in the State of Rio Grande do Sul, in December, the 23rd Congress of Apimec (Association of Capital Market Analysts and Investment Professionals) was one of the events supported by Amec, including the participation of its CEO as one of the speakers. Another event that had Amec's support was the XI International Seminar of International Accounting Standards, held in São Paulo in November, 2014.

Amec also supported the 1st Meeting on the Law of Listed Companies promoted by Abrasca (the Brazilian Association of Publicly-Held Companies) that took place in BM&F Bovespa auditorium in October, the 39th Annual Conference of Iosco Rio de Janeiro – 2014, held in the city of Rio de Janeiro in September and organized by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), and the 4th Meeting of Accountant and Auditing Practices for Listed Companies and Big Corporations, promoted by Abrasca (the Brazilian Association of Publicly-Held Companies) and Ibracon (the Brazilian Institute of Independent Auditors). In August, the 4th Congress on Corporate Law was held in São Paulo and Amec members were entitled to a 10 percent discount in their registration.

Amec CEO, Mauro Rodrigues da Cunha, delivered a speech in the event "Corporate Governance in the Financial and Capital Market" held in May by IASP ("São Paulo Attorneys Institute"). The association also participated in the 16th Abrasca Award – Best 2013 Annual Report, nominating three appraisers.

### CONHEÇA A TABELA PARA ASSOCIAÇÃO Schedule of fees for membership

Faixa band	AUM	CONTRIBUIÇÕES	
		Brasileiros Brazilian (R\$/mês)	Estrangeiros Foreigners (US\$/ano)
1	Até / Up to 300 m	438	2.400
2	300 m – 1 bi	766	4.200
3	1 Bi – 5 bi	1.752	9.600
4	5 Bi – 10 bi	6.569	25.000
5	10 Bi – 15 bi	9.307	25.000
6	Acima / Above 15 bi	12.263	25.000
7	Fundos de pensão	5.113	—





Rua Joaquim Floriano, 1.120  
10º andar - conj. 101 - Itaim Bibi  
São Paulo - SP - Brasil - CEP 04534-004  
Tel.: (11) 3707-0727  
[www.amecbrasil.org.br](http://www.amecbrasil.org.br)

#### EXPEDIENTE / EDITORIAL TEAM

Coordenação / Coordinators  
Mauro Rodrigues da Cunha – Presidente-Executivo / CEO  
Daniela Zolko – Coordenadora de Comunicação Institucional /  
Corporate Communication Coordinator

Edição e redação / Editors  
Cifrão Editora e Assessoria – Nelson Rocco

Tradução / Translation  
Claudia Pinho

Projeto gráfico e diagramação / Graphic layout and design  
Sandro Mantovani

Fotos / Images  
Divulgação e SXC.HU