



Carta/AMEC/Presi nº 15/2015

São Paulo, 25 de setembro de 2015.

Ao Ilmo.

Sr. Leonardo Porciúncula Gomes Pereira

Presidente

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro.

Rio de Janeiro – RJ

CEP – 20159-900

CC: Sr. Fernando Soares Vieira, Superintendente de Relações com Empresas

REF: PRÊMIOS DE CONTROLE COMO ‘EVENTO DE RISCO’ NA SBR

Sr. Presidente,

A Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC, vem respeitosamente, mais uma vez, submeter à CVM sugestões de aprimoramento no processo regulatório e de *enforcement* baseado na realidade vivida por nossos associados – exatamente aqueles que investem no futuro do Brasil.

Temos reiterado publicamente a frustração dos investidores com o fato de que algumas ações valem mais do que outras. Todas elas deveriam representar uma fração ideal do capital social – usufruindo portanto proporcionalmente dos dividendos e ganhos de capital oriundos da operação. Contudo, na prática, o que se vê é que lotes significativos de ações - sejam eles oficialmente parte de bloco de controle ou não - são recorrentemente transacionados a valores substancialmente diferentes daqueles de mercado.

Quando tal fato ocorre, a consequência natural é investigar suas causas. Afinal, por que alguém pagaria valores tão mais elevados (ou baixos) do que aqueles disponíveis no mercado ?

Trazemos aqui novamente a lição dos autores do anteprojeto da Lei das S.A., Alfredo Lamy Filho e José Luis Bulhões Pedreira, que incluímos em nossa missiva a V.Sas. de 1º de setembro do corrente (Carta Presi 12/2015):

*“A diferença de valor unitário entre as ações de controle e as minoritárias em geral é relativamente pequena, pois a não ser quando o controle é exercido, **abusivamente**, em benefício do controlador, não assegura vantagens patrimoniais que justifiquem a atribuição do valor muito maior às ações de controle”¹[grifo nosso]*

A existência de transações com prêmio de controle significativo é, portanto, um fortíssimo indício de que o controle esteja sendo exercido abusivamente em benefício do controlador.

Ocorre que tais transações acontecem com grande frequência em nosso mercado. E que não se diga aqui que estamos falando de classes diferentes de ações – com e sem direito a voto, por exemplo. Ainda que neste caso também se aplique a sabedoria dos juristas citados, diferenças entre classes poderiam, em tese, justificar preços diferenciados por conta dos direitos diferentes de cada valor mobiliário.

É bem verdade que nossa legislação incorpora, desde a Lei 10.303/01, o conceito de prêmio de controle no Artigo 254-A. Sem entrar no mérito do dispositivo legal – que todos sabemos ter sido fruto de uma negociação pragmática no parlamento, e não de alguma razão justa para tal prêmio – sua existência não tira a verdade de que se alguém está pagando um prêmio, espera recuperá-lo algum dia – provavelmente através de ganhos desproporcionais à sua participação no capital.

Recentemente a Amec estudou um caso ainda mais inusitado: os controladores de uma empresa listada no Novo Mercado – e portanto com *tag along* integral – venderam, em transação privada, um lote de ações a um preço 8 vezes maior do que o valor de mercado. Por que os compradores não optaram por adquirir ações dos minoritários, muito mais baratas? Por que o preço de mercado não convergiu ao valor pago pelo adquirente? Deixamos estas perguntas para reflexão do regulador.

O ponto é que transações públicas ou privadas seguem acontecendo no Brasil com prêmios de controle muitas vezes elevados, sem que haja qualquer tipo de constrangimento. Não estamos dizendo que todas essas transações sejam ilegais, mas sim que muitas delas partem da premissa de expropriação de acionistas minoritários. Merecem, portanto, um acompanhamento mais cuidadoso do regulador.

¹ Lamy Filho, A. e Bulhões Pedreira, J.L. (1997), “A Lei das SA”, 3ª edição, Volume I, pg. 287.

É neste sentido que vimos por meio desta sugerir à CVM que incluam esta realidade dentro do Sistema de Supervisão Baseada em Risco, na forma de um novo Evento de Risco.

Entendemos que tal evento poderia ser definido como:

Realização de transações em mercado ou fora dele a preços substancialmente diferentes dos prevalentes no mercado acionário, sem que estes convirjam para próximo daqueles.

As gradações para construção da Matriz de Risco podem ter relação com a frequência com que tais transações ocorrem (Probabilidade), e com os prêmios de controle inferidos (Potencial de Dano).

As ‘Prioridades de Supervisão’, neste caso, englobariam uma análise pormenorizada dos atos dos administradores – diretores e conselheiros – que possam justificar tais prêmios. Uma revisão da essência das transações com partes relacionadas, acordos de acionistas, remuneração de administradores, reestruturações societárias e práticas de divulgação de informações em geral nos parecem relevantes neste processo.

Como ‘Ações Específicas’, entendemos que as empresas classificadas em grupos de maior risco na Matriz devam estar sujeitas a supervisão presencial, com o objetivo precípua de identificar formas pelas quais eventuais expropriações dos minoritários podem vir a justificar os prêmios pagos nessas transações.

Entendemos que dessa forma a CVM estaria focando seu poder de supervisão naquelas Companhias que hoje carregam o maior risco de causar danos ao mercado de capitais. Tal ação teria grande repercussão nos próprios atos dos administradores (“os átomos comportam-se de maneira diferente quando observados”) e na credibilidade de nosso mercado de capitais.

Atenciosamente,

Mauro Rodrigues da Cunha
Presidente Executivo