

*Documento  
então foi em  
mãos em 27/01/2012*

Carta/AMEC/Presi nº 01/2012

São Paulo, 27 de janeiro de 2012.

À Sua Senhoria

Maria Helena Santana

Presidente da Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Rua Sete de Setembro, 111, 32º andar, Centro,

Rio de Janeiro – RJ

CEP – 20050-901

**Ref: Sugestões de aprimoramento ao Parecer de Orientação CVM n.º 35/08.**

Senhora Presidente,

Inicialmente, a AMEC manifesta os seus cumprimentos pela atuação dessa Autarquia no sentido de manter o constante aprimoramento do arcabouço regulatório do mercado de capitais, especialmente no que diz respeito à mitigação dos conflitos gerados em operações societárias.

O tema abordado no Parecer de Orientação 35, expedido por essa Comissão, é de grande relevância para o mercado de capitais e para a relação entre acionistas e companhias investidas.

O PO 35 prestigia a necessidade de observância dos deveres de fidúcia por parte dos administradores das companhias abertas, bem como estimula o respeito aos direitos de todos os acionistas, princípio basilar da legislação societária pátria e norteador das boas práticas de governança corporativa.

Entretanto, não obstante o claro objetivo espelhado no citado parecer de orientação, instar os administradores a darem tratamento equitativo a todos os acionistas das companhias, sejam ou não integrantes do bloco de controle, fatos

tornados públicos em operações cursadas recentemente indicam que o PO 35, em sua atual redação, possui lacunas vulneráveis à criatividade de administradores e acionistas controladores.

Assim sendo, a AMEC, no exercício do mandato que lhe foi conferido por seus associados, vem à presença de V.Sa. apresentar sugestões e solicitar que novos estudos sejam realizados nessa CVM com o objetivo de aprimorar o citado parecer de orientação.

## 1. DOS COMENTÁRIOS

Apesar da inquestionável boa intenção que permeou a iniciativa dessa Comissão de Valores Mobiliários, é certo que, na maior parte das oportunidades em que o PO 35 foi utilizado em operações societárias, restaram indícios de que o espírito das recomendações constantes do PO não foi observado.

Em diversas oportunidades, verificou-se o mero cumprimento do aspecto formal da regra, com o exclusivo intuito de carrear às operações societárias então cursadas a presunção de plena observância dos deveres fiduciários dos administradores.

Entretanto, com o intuito de se manter fiel à sua postura de tratar as matérias de forma abstrata, a AMEC deixará de apontar casos concretos e apresentará suas sugestões de aprimoramento de modo conceitual.

### 1.1. DO CONFLITO DE INTERESSES

A AMEC, face ao diuturno acompanhamento das operações societárias cursadas ao longo dos últimos anos, elegeu a matéria “conflito de interesses” presente em operações de incorporação entre controlada e controladora, como um dos temas de maior relevância no mercado de capitais brasileiro.

Essa CVM, através do PO 35, externou posição no sentido de que, a par do regime especial criado pelo artigo 264 da LSA, via de regra, o controlador pode exercer seu direito de voto nessas operações, desde que sejam observadas as prescrições legais trazidas pelos artigos 153, 154, 155 e 245 do mesmo diploma legal, sem prejuízo da posterior análise *in concreto* das operações cursadas à luz do disposto no artigo 115 da LSA.

Com o intuito de buscar mitigar as consequências relativas ao inafastável conflito de interesses do acionista controlador em tais operações, o PO 35 impôs aos administradores das companhias abertas controladas, ou sob controle comum, a adoção de uma série de procedimentos em tais operações societárias.

Dentre tais deveres se destacam:

- a obrigação de negociações efetivas entre as partes na operação;





- a imediata divulgação do início das negociações ao mercado, como fato relevante, excetuada a necessidade de sigilo por conta do interesse social;
- a busca pela melhor relação de troca e os melhores termos e condições possíveis para os acionistas da companhia;
- a obtenção, pelos administradores, de todas as informações necessárias para o desempenho da função;
- a possibilidade de contratação de assessores jurídicos e financeiros e a necessidade de ser assegurada a sua independência do controlador, inclusive quanto à sua adequada remuneração e da supervisão da sua atuação;
- a rejeição da operação caso a relação de troca e os demais termos e condições propostos sejam insatisfatórios;

Paralelamente aos deveres supra, essa CVM fez as seguintes recomendações:

A respeito da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores -

- que seja constituído um comitê especial independente para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração; ou,
- o condicionamento da aprovação da operação à aprovação pela maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito.

Quanto à formação do comitê especial independente -

- comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes;
- comitê composto por não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto, para os fins do art. 160 da Lei nº 6.404, de 1976; ou
- comitê composto por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros.

Na visão da AMEC, a medida mais salutar para o mercado é a mitigação, a todo custo, do inegável conflito de interesses que permeia tais operações, haja vista que o acionista controlador, ao decidir sobre operações societárias que

envolvam duas companhias nas quais tenha interesse, poderá se ver tentado a maximizar os seus ganhos em detrimento dos demais acionistas e investidores.

Tal visão também é compartilhada pelo ex-Diretor dessa CVM, Dr. Marcos Barbosa Pinto, que por ocasião da apresentação do memorando que subsidiou a edição do PO 35 (reunião extraordinária do Colegiado da CVM em 02/06/2008) apontou 5 fatores problemáticos, a saber:

- as incorporações de controladas podem causar prejuízos significativos para os minoritários. Como essas operações normalmente envolvem todo o patrimônio da empresa, qualquer desequilíbrio na relação de troca das ações pode trazer perdas consideráveis para os acionistas.
- as incorporações de controladas são coercitivas para os minoritários. Segundo o art. 137 da Lei nº 6.404/76, essas operações podem ser aprovadas pela maioria dos acionistas. E, conforme indicam os precedentes da CVM, o controlador pode votar nessas operações, ainda que figure como contraparte na operação.
- o direito de recesso não é necessariamente suficiente para tutelar os interesses dos acionistas minoritários em caso de abuso de poder de controle.
- isoladamente, o mercado não consegue reprimir eventuais abusos de poder de controle nessas operações. Como os ganhos a serem obtidos são grandes, eles podem compensar o prejuízo reputacional sofrido pelos controladores.
- a CVM e o Judiciário vêm enfrentando dificuldades para avaliar a equitatividade das relações de troca propostas, devido ao caráter parcialmente subjetivo das avaliações de empresas.

Após tais considerações, concluiu o ilustre ex-Diretor dessa CVM que ***“Em conjunto, esses fatores podem gerar incentivos econômicos para que se fixem relações de troca injustas, aprovem-nas unilateralmente e obtenham ganhos significativos, a despeito da supervisão do mercado, da CVM e do Judiciário.”***

Dessa forma, sempre que existir potencial benefício particular (p.e.: aumento de participação acionária) ou interesse conflitante (o fato de contratar consigo mesmo) deve o acionista controlador, por força do tratamento equitativo que precisa existir entre os acionistas – princípio basilar de boa governança -, se declarar impedido e não votar, deixando a decisão sobre a operação para os acionistas isentos de interesses alheios aos da própria companhia investida.

E mais, entende-se que em todas as hipóteses em que houver conflito de interesses, ainda que potencial, deve ser aplicada a regra prevista no §1º do artigo 115 da Lei das S/A, de modo a se prevenir o risco de prejuízo aos acionistas minoritários.

A justificar tal conduta está o fato de que nas operações entre companhias controladoras e controladas se está diante de um “contrato consigo



mesmo”, em que, potencialmente, o acionista controlador terá benefício particular ao votar sobre a determinada operação. A título de exemplo tem-se a incorporação de sociedades sob controle comum, em que ao final da operação o controlador direto ou indireto terá uma posição acionária maior na empresa incorporadora.<sup>1</sup>

## 1.2. DO ABUSO DE PODER DE CONTROLE

Como consequência do “conflito de interesses”, se apresenta o tema relativo ao “abuso de poder de controle”, indiretamente tratado no PO 35 ora em comento e que também carece de uma especial atenção dessa Autarquia.

Com o intuito de atender ao espírito da norma, especialmente quanto ao estatuído pelo artigo 264 da Lei das S.A., a equidade da operação de incorporação pode ser identificada de duas maneiras: (i) comparando essa transação a uma situação em que ela fosse feita entre partes não relacionadas, ou, (ii) comparando tal transação a outras feitas num mercado competitivo. Tal procedimento é amplamente adotado no direito norte-americano.

Por seu turno a legislação societária brasileira é bem clara ao estabelecer os critérios, ambos objetivos, que caracterizam a responsabilidade. O artigo 245 da LSA reza que nos negócios entre companhias relacionadas (coligadas ou controladas), é preciso que as condições do negócio sejam estritamente comutativas.

Logo: (i) a existência de coligação entre empresas nos termos da lei e (ii) a ausência de comutatividade são critérios objetivos para identificação da culpa dos envolvidos sem necessidade de perquirição de elementos subjetivos.

Assim, configura-se o exercício abusivo do poder de controle sempre que o acionista controlador não usar o seu poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, ou deixar de cumprir com seus deveres e responsabilidades para com os demais acionistas e *stakeholders* da companhia, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

## 1.3. DA ALIENAÇÃO DE CONTROLE SEGUIDA DE INCORPORAÇÃO DE SOCIEDADE CONTROLADA

As alienações de controle seguidas de incorporação, estão entre as operações societárias realizadas correntemente, que certamente merecem maior atenção da CVM, tanto pela

---

<sup>1</sup> O Professor Modesto Carvalhosa diz que “... quando a operação se dá entre sociedades controladoras e controladas, não se verifica o caráter bilateral que assegura os interesses dos minoritários de ambas as companhias envolvidas, visto que o mesmo acionista controlador decide pelos dois lados da operação. De fato, na incorporação de controlada inexistem duas vontades na operação, ou seja, o mesmo controlador vota e decide as condições em que se realizará a incorporação nas duas assembleias gerais, onde, em princípio, pressupõe-se que os acionistas representem interesses contrários. Trata-se da referida figura do *self-dealing transaction*, conhecida e repudiada no direito norte americano.” (in Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4º Volume, Tomo II, 3ª ed., Saraiva, p. 287)

sua complexidade, quanto pelo potencial risco de que seus termos não sejam equitativos.

Nesses casos, pode-se afirmar que se trata de uma mesma operação com diversas etapas. Os assessores financeiros e legais são contratados para estruturar a operação e atribuírem as premissas que a fundamentarão, inclusive, o valor pelo qual a companhia será adquirida e posteriormente incorporada, e nem sempre esses valores coincidem.

Durante o período de negociação, é comum discutir a respeito da formação de um novo conselho de administração para a companhia adquirida.

Dessa forma, tomando por base a redação vigente do PO 35, basta que a companhia adquirente negocie com possíveis membros que atendam aos requisitos de independência das regras do Novo Mercado até conseguir escolher os nomes das pessoas que já estejam de acordo com os valores ajustados – lembrando que esses passos podem ser tomados em absoluto sigilo, porque o interesse social poderia ser invocado e a formação do comitê especial poderia deixar de ser divulgada. Com um comitê especial “pré-formado”, a negociação da operação estaria perfeitamente acabada e poderia ser tornada pública, com a posterior presunção de legitimidade.

Após a alienação do controle, a observância das etapas do procedimento sugerido no PO 35 é o suficiente para “blindar” a operação em relação a eventuais reclamações de acionistas minoritários, haja vista que a CVM presume que, com cumprimento formal das regras insertas no PO 35, os administradores atuaram de maneira regular e cumpriram com seus deveres fiduciários.

Tal situação trouxe um ônus ainda maior aos acionistas minoritários, posto que para afastar a referida presunção, se faz necessário a produção de uma prova extremamente difícil e complexa.

A situação vivida é de extrema gravidade, pois uma vez instalado um comitê de negociação alinhado com os termos negociados na operação de alienação de controle seguida de incorporação, aos demais acionistas e integrantes do mercado de capitais pode vir a ser imposto um prejuízo de monta bastante considerável.

Para restringir a ocorrência de tal situação, hão de se concedidos instrumentos concretos, que possibilitem aos acionistas minoritários o pleno acesso a toda e qualquer informação tida por relevante, como forma de assegurar a adoção das medidas cabíveis devidamente fundamentadas, sem que a CVM presuma, de antemão, que os administradores agiram de acordo com seus deveres legais.

## **2. DAS SUGESTÕES**

Com base nos comentários acima, foram elaboradas as sugestões que seguem, e que tem como objetivo o aprimoramento do Parecer de Orientação n.º 35, bem como contribuir com a defesa dos direitos dos investidores do mercado de capitais.



## 2.1. DO IMPEDIMENTO DE VOTO - CONFLITO DE INTERESSES

A AMEC, ciente da regra legal permissiva (art. 264 da LSA), sugere que no Parecer de Orientação seja explicitado que além dos artigos 153, 154, 155 e 245 da LSA, também deve ser observado o quanto disposto no artigo 115 do mesmo diploma legal.

A estrita observância de tal preceito legal (art. 115 LSA) leva à conclusão de que, via de regra, o acionista controlador estaria impedido de votar nas assembleias que tenham por objeto a aprovação das operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

## 2.2. DA COMPOSIÇÃO DO COMITÊ ESPECIAL E DA DECLARAÇÃO A SER PRESTADA PELOS SEUS MEMBROS

Tendo em vista os exemplos vividos nas operações societárias recentemente cursadas, a AMEC sugere que na recomendação relativa à formação do “Comitê Especial” do PO 35 seja acrescida a obrigatoriedade de que, independentemente da composição do comitê, haja sempre, ao menos, um representante indicado pelos acionistas minoritários.

Além da participação de um representante dos acionistas minoritários no Comitê Especial, entende a AMEC que todas as pessoas que vierem a compor tal órgão, frisa-se, inclusive o representante dos acionistas minoritários, devem firmar uma declaração confirmando a inexistência de qualquer tipo de relação com o acionista controlador ou com as companhias envolvidas na operação, que possam afetar a sua independência, bem como especificando sua experiência e histórico profissional, para verificação de qualquer vínculo, passado ou presente, com o intuito de assegurar que somente membros efetivamente independentes participem do comitê nessa qualidade.

## 2.3. DO CONSELHO FISCAL

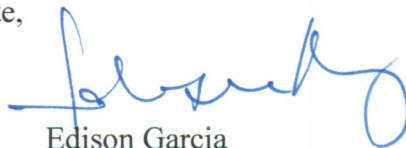
Ainda com o intuito de ampliar a transparência e possibilitar uma mais ampla fiscalização por parte de todos os *stakeholders* envolvidos, a AMEC sugere que os membros do Conselho Fiscal sejam convidados a participar de todas as reuniões do comitê especial, franqueando aos mesmos o acesso a todos os dados e documentos que embasam o trabalho realizado pelo Comitê Especial.

Esta proposição segue a lógica instituída pela LSA que prevê no §3º de seu artigo 163 a possibilidade de que membros do conselho fiscal assistam às reuniões do conselho de administração, se houver, ou da diretoria, em que se deliberar sobre incorporação. Esta sugestão visa tornar efetiva a competência de fiscalização dos

interesses da companhia e dos acionistas, inerente ao conselho fiscal e ampliar a transparência do processo como um todo.

Com os comentários e sugestões acima, a AMEC espera ter colaborado com essa Autarquia, no que tange ao trabalho contínuo em busca do aperfeiçoamento do mercado de capitais.

Atenciosamente,



Edison Garcia  
Presidente Executivo