



RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM
Audiência Pública 2/2008

Assunto: Minuta de parecer de orientação sobre deveres fiduciários dos administradores em operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo controladas ou sociedades sob controle comum

1. Introdução

A minuta objeto da audiência pública nº 02/2008 trata dos deveres fiduciários dos administradores em operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

A intenção da CVM com a edição do parecer de orientação é dar concretude aos deveres legais dos administradores, previstos nos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, por ocasião de operações de incorporações de controladas.

A minuta foi colocada em audiência pública entre os dias 2 de junho e 25 de julho de 2008 e o presente relatório dá conta das críticas e dos comentários recebidos para as questões apresentadas no edital.

2. Lista de participantes da audiência pública

Participaram da audiência pública:

- i) Associação Brasileira de Bancos Internacionais (“ABBI”);
- ii) Associação Brasileira de Companhias Abertas (“ABRASCA”);
- iii) Associação de Investidores no Mercado de Capitais (“AMEC”);
- iv) Associação Nacional dos Bancos de Investimento (“ANBID”);
- v) Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados (“BMA”);
- vi) Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“PREVI”);
- vii) Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”);



- viii) Investidor Profissional Gestão de Recursos LTDA. (“IP”);
- ix) João Paulo Saueia Godoy; e
- x) Machado, Meyer, Sendacz, e Opice Advogados (“MMSO”).

3. Comentários

3.1. Objeções gerais

A vasta maioria dos participantes manifestou a pertinência do tema tratado pela minuta e reconheceu a necessidade de a CVM emitir orientações ao mercado sobre sua interpretação dos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 1976, no contexto de operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

A única entidade a se opor expressamente à iniciativa foi a ABRASCA, que questionou a necessidade de edição de um parecer de orientação. Na opinião da ABRASCA tais operações não se distinguem de outras potencialmente lesivas aos acionistas minoritários. Por isso, defendeu que essas operações sejam supervisionadas da mesma forma com vem sendo hoje, com eventual aperfeiçoamento do direito de recesso.

A CVM entende que, embora outras operações possam ser potencialmente lesivas aos minoritários, as incorporações de controladas merecem atenção especial. Esse fato foi reconhecido na própria Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 1976, que já alertava para os riscos de uma operação que, por sua natureza, não é aprovada por duas maiorias distintas.

Desde a edição da Lei nº 6.404, de 1976, os motivos para preocupação aumentaram. Nos 32 anos de vigência da lei, o mercado percebeu a insuficiência do mecanismo de tutela previsto no art. 264 da lei societária e entendeu que, no caso de incorporação de controladas, o direito de recesso não é um remédio adequado contra abusos por parte do controlador.

Atualmente, as incorporações de controladas são as operações que mais preocupam os investidores e que mais vêm gerando disputas. Exemplos disso são as diversas manifestações



recebidas do mercado durante esta audiência pública.

Ao menos nos 10 últimos anos, a CVM vem analisando essa questão e decisões têm sido tomadas em casos concretos procurando tratar desse assunto. Ao menos duas iniciativas de cunho normativo já foram aprovadas.

A primeira, a Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999, que, além de regras relativas à divulgação de informações, regulou a reestruturação visando ao aproveitamento fiscal do ágio na aquisição de ações pelo acionista controlador. A segunda, bem mais recente, é o Parecer de Orientação CVM nº 34, de 18 de agosto de 2006, que trata de operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme sua espécie, classe ou titularidade.

Desde o Parecer de Orientação CVM nº 34, de 2006, a discussão sobre as reestruturações societárias na CVM, no mercado, na doutrina e na imprensa especializada cresceu de forma significativa. Na CVM, em particular, diversas decisões foram tomadas chamando a atenção para a necessidade de se garantir um regime eqüitativo a essas reestruturações societárias.

O amadurecimento dessas discussões permitiu à CVM editar o parecer de orientação ora em discussão, com o propósito de interpretar a Lei nº 6.404, de 1976, de maneira unificada, permitindo que as regras estruturais que regem as incorporações de controladas e os deveres fiduciários dos administradores sejam aplicadas conjuntamente.

Com isso, pretende-se diminuir a incerteza dos participantes do mercado de valores mobiliários, demonstrando os padrões por meio dos quais a CVM analisará as reestruturações societárias envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum a partir da publicação do parecer de orientação.

A ABRASCA questionou ainda a legalidade do parecer. Apoiada em opinião de advogado contratado, a ABRASCA entende que o parecer cria regras não previstas em lei, extrapolando a competência da CVM.



A CVM tem o poder jurídico e o dever regulatório de orientar o mercado. Por isso, dar a sua visão sobre os princípios e formas de conferir concretude aos deveres fiduciários dos administradores nas incorporações de controladas é seu poder e dever.

Ademais, segundo a Deliberação CVM nº 1, de 23 de fevereiro de 1978, os pareceres de orientação servem justamente para “veicular as opiniões da CVM sobre interpretação d[a] le[i] (...) nº 6.404/76 no interesse do mercado de capitais”.

3.2. Aplicação prática

Diversos participantes do mercado apresentaram dúvidas e questionamentos acerca da aplicação e efeitos do parecer, conforme segue:

- i) a AMEC sugeriu a exclusão da presunção relativa de que os administradores cumpriram com seus deveres fiduciários se seguirem o procedimento recomendado na minuta;
- ii) a ABRASCA e o BMA questionaram se o descumprimento do disposto no parecer implicaria presunção de culpa, o que seria vedado pela legislação;
- iii) a ABRASCA e o BMA questionaram se os administradores que optarem por não observar o procedimento delineado na minuta devem consultar a CVM previamente;
- iv) o IBGC sugeriu que a CVM deixasse claro quais procedimentos alternativos são aceitáveis e que o não-cumprimento do procedimento recomendado na minuta não torna a operação ilegal; a ABRASCA também fez essa última sugestão; e
- v) o BMA e a ABRASCA questionaram a CVM sobre o impacto do parecer em uma série de casos práticos e situações excepcionais.

Tendo em vista as sugestões e comentários recebidos, a CVM alterou a minuta para



esclarecer seu entendimento acerca dos efeitos do parecer.

Com relação às questões do BMA e da ABRASCA, a CVM entende que a audiência pública não é o momento adequado para esclarecer as questões levantadas, que serão resolvidas a seu devido tempo, diante dos casos concretos, pelo colegiado da CVM.

3.3. Comitê especial

Tanto a ABRASCA quanto a ABBI se manifestaram contrariamente à recomendação de que se constitua um comitê especial, composto em sua maioria por membros independentes, com a finalidade de negociar as incorporações de controladas.

A ABRASCA argumenta que essa proposta criaria uma distinção indevida e não prevista em lei entre os conselheiros da companhia. Na opinião da ABRASCA, todos os conselheiros são independentes, por força de lei.

A CVM discorda dos argumentos da ABRASCA, pois, em seu entendimento, a Lei nº 6.404, de 1976, reconhece expressamente a ligação de administradores com certos acionistas. De outra forma, seriam desnecessárias as regras que disciplinam a atuação dos administradores em relação aos acionistas que os elegeram (art. 154, §1º) e ao controlador (art. 245).

Mas ainda que a lei não fizesse essa distinção, a CVM não poderia desconsiderá-la. Na verdade, parece razoável inferir que administradores ligados ao controlador possuem menos independência para agir quando os interesses do controlador estão em jogo.

Na interpretação da lei, a CVM deve estar atenta à realidade, reconhecendo a figura do conselheiro independente, como já o fizeram outras jurisdições e como já reconheceu o próprio Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo.

A ABRASCA demonstra preocupação com o efeito do parecer sobre a disposição de pessoas independentes de servirem no conselho de administração de companhias abertas.



Segundo a ABRASCA, o risco de responsabilização administrativa criado pelo parecer de orientação afastaria profissionais independentes e idôneos da função.

O risco de responsabilização administrativa existe independentemente do parecer de orientação, ele decorre dos deveres fiduciários impostos aos administradores pela lei societária. A CVM entende, aliás, que o parecer reduz esse risco na medida em que concretiza deveres fiduciários genéricos, fornecendo um parâmetro claro de conduta aos administradores.

A ABRASCA e a ABBI questionaram se os membros independentes teriam capacidade técnica para negociar as incorporações de controladas.

Como prevê a própria Lei nº 6.404, de 1976, capacidade técnica é um requisito mínimo para ser administrador de companhia aberta. E, ao menos em princípio, não deveria existir qualquer diferença de capacidade técnica entre conselheiros independentes e os demais.

Ademais, a minuta prevê que os administradores (e o comitê especial) devem ter o poder de contratar assessores jurídicos e financeiros para assessorá-los. Portanto, eventual desconhecimento dos administradores (ou membros do comitê especial) pode ser superado com o auxílio de terceiros contratados.

A ABRASCA argumentou que a minuta cria duas espécies de deveres fiduciários: uma para companhias abertas, outra para companhias fechadas.

Essa afirmação é inexata. Como a competência da CVM é restrita às companhias abertas, o parecer de orientação que expressa a interpretação da autarquia se aplica somente a essas companhias. Mas, os deveres fiduciários são os mesmos em qualquer caso.

A ABRASCA argumentou também que o aumento das atribuições e responsabilidades dos administradores pode dar ensejo a reivindicações por acréscimos de remuneração, aumentando assim os custos das incorporações de controladas. A ABBI também demonstra preocupação com custos.



A CVM discorda dessa objeção, por duas razões. A primeira: a responsabilidade dos administradores já está prevista em lei e, portanto, de alguma forma, esse custo já está refletido na remuneração dos administradores de companhias abertas. A segunda: ainda que haja eventuais aumentos de custo, estes aumentos são necessários e justificados para garantir o cumprimento da lei.

Por fim, a ABRASCA e a ABBI questionaram se a criação do comitê especial não poderia afetar eventual sigilo da operação exigido pelo interesse da companhia e dar espaço para negociações indevidas com informação privilegiada.

A respeito, a CVM entende que os membros do comitê estarão sujeitos às obrigações legais e, sobretudo, ao dever de sigilo e à proibição de *insider trading*, previstos no art. 155 da Lei nº 6.404, de 1976, em seus §§ 1º e 4º.

Além disso, a CVM entende que o sigilo é a exceção e não a regra para as companhias abertas. Somente em casos excepcionais, quando o interesse da companhia assim exigir, é que a operação deve ser mantida em sigilo.

3.4. Composição do comitê especial

Diversas manifestações ressaltaram a dificuldade prática de se constituir um comitê especial composto exclusivamente por administradores independentes, sobretudo para companhias que não pertencem ao Novo Mercado.

A CVM reconhece a dificuldade prática e alterou a minuta de forma a contemplar formas alternativas que poderiam demonstrar o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores, assim como outras possibilidades de composição do comitê.

3.5. Independência dos assessores

A CVM recebeu diversas críticas aos critérios propostos para verificação da independência dos assessores financeiros. Em linhas gerais, as críticas afirmam que os critérios



são muito restritivos, muito vagos ou ambos. O IBGC sugere que a CVM adote o critério de independência previsto nas regras no Novo Mercado.

A CVM entende que tais críticas são procedentes. No entanto, a CVM entende que o critério de independência previsto nas regras no Novo Mercado não é sempre adequado para verificação de independência dos assessores jurídicos e financeiros nas operações de que trata o parecer, pois esse critério foi criado para regular uma situação distinta.

Nesse sentido, a minuta foi alterada para esclarecer que a verificação da independência dos assessores jurídicos e financeiros está a cargo dos administradores da companhia. Nessa verificação, os administradores deverão levar em consideração as relações societárias e empresariais do assessor com o controlador, bem como estruturar a remuneração dos assessores de forma a preservar sua independência.

3.6. Publicidade

Diversos participantes se manifestaram a respeito de aspectos relacionados à publicidade da operação. O MMSO sugeriu, por exemplo, que a minuta fosse modificada para esclarecer a forma pela qual a constituição do comitê deva ser divulgada ao mercado. A AMEC, o IBGC e a ABBI, por sua vez, fizeram sugestões visando a aumentar o nível de informações do mercado a respeito das operações de incorporação de controladas.

As sugestões foram acatadas parcialmente e a minuta foi alterada de forma a esclarecer que devem ser observadas tanto a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, quanto a Instrução CVM nº 319, de 1999.

3.7. Conselho fiscal

A ABBI sugeriu que a CVM recomendasse a instalação do conselho fiscal sempre que isso pudesse contribuir para garantir a legalidade das incorporações de controladas.

Além disso, o IBGC, a AMEC e a PREVI sugeriram que os membros do conselho fiscal



participassem de todas as reuniões do comitê especial.

O entendimento da CVM é de que a recomendação feita pela ABBI não é adequada para um parecer de orientação que versa sobre deveres fiduciários dos administradores e não sobre membros do conselho fiscal.

Pelo mesmo motivo, a CVM também rejeitou a sugestão do IBGC, da AMEC e da PREVI de exigir que os membros do conselho fiscal participem de todas as reuniões referentes à operação.

No entanto, a CVM ressalta que os membros do conselho fiscal poderão participar da reunião do conselho de administração convocada para avaliar a operação, nos termos do art. 163, §3º da Lei nº 6.404, de 1976.

3.8. Outros temas

A AMEC sugeriu que o parecer de orientação tratasse, ainda, de abuso de poder de controle, conflito de interesses, responsabilidade de avaliadores, alienação de controle seguida de incorporação de controlada e recomendasse a adoção de um procedimento de contra-laudo, semelhante ao previsto no art. 4º da Lei nº 6.404, de 1976.

Por outro lado, João Paulo Saueia Godoy entende que a CVM deveria deixar claro que o parecer não trata desses outros temas, nem afasta outras normas jurídicas incidentes sobre as incorporações de controladas.

As sugestões da AMEC não podem ser acatadas sem que se abra uma nova discussão específica sobre esses novos temas, na medida em que o parecer de orientação versa sobre os deveres fiduciários dos administradores nas incorporações de controladas e não sobre os deveres dos acionistas e avaliadores nessas operações.

Por fim, considerando que o escopo da minuta está bastante claro, a CVM entende ser desnecessária a inclusão, conforme sugeriu João Paulo Saueia Godoy, de uma disposição que



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

explícite que o parecer não versa sobre esses outros temas.

LUCIANA DIAS

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado