



Carta/AMEC/Presi nº 08/2013

São Paulo, 05 de julho de 2013.

À

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores
Mobiliários**

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

Rio de Janeiro – RJ

CEP – 20050-901

audpublica0413@cvm.gov.br

At. Ilma. Superintendente – Flavia Mouta Fernandes

**Ref: Audiência Pública SDM Nº 04/13 - Sugestões e comentários à minuta de
Instrução que altera a maior parte dos comandos da Instrução CVM n.º 319 que
dispõe sobre operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia
aberta e acrescenta um artigo e um anexo à ICVM 481.**

Senhora Superintendente,

A Associação de Investidores no Mercado de Capitais - AMEC vem,
à presença dessa ilustre Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão
de Valores Mobiliários – SDM/CVM, apresentar suas sugestões e comentários sobre a

A handwritten signature in purple ink, appearing to be the name of the sender, is located at the bottom right of the page.

minuta de Instrução que substituirá a ICVM 319, especialmente no que concerne à proteção dos investidores e acionistas minoritários nas operações de incorporação, fusão e cisão, bem como no que concerne aos documentos que deverão ser disponibilizados para o exercício do direito de voto.

Inicialmente, a AMEC manifesta a sua satisfação com a iniciativa de atualização da Instrução 319, o que demonstra a contínua preocupação dessa autarquia com o aprimoramento das regras regulamentares, sempre visando retratar e regular, da forma mais fidedigna possível, a atual realidade do mercado de capitais brasileiro.

Imbuídos desse espírito, a Comissão Técnica da AMEC analisou e discutiu a minuta da nova instrução, e ao final deliberou pela apresentação de algumas sugestões e comentários, devidamente aprovados pela Diretoria Executiva da Associação, e que serão individualmente abordados nos tópicos seguintes.

1. DOS COMENTÁRIOS E SUGESTÕES

1.1. **Divulgação de Informações (artigo 5º da minuta de Instrução proposta)**

Os associados da AMEC, ao analisar a redação proposta para o artigo 5º da minuta de instrução, que regula a “Divulgação de Informações”, entenderam que há espaço para ampliar as boas práticas de governança corporativa, razão pela qual sugerem um pequeno ajuste em seu *caput*, bem como que sejam incluídos dois incisos no artigo 5º da nova instrução a ser aprovada.

Estabelece o artigo 5º proposto por essa CVM que “os *administradores das companhias abertas envolvidas na operação devem tomar todas as cautelas e agir com diligência para assegurar que todas as informações prestadas pelas demais sociedades observem a regulamentação aplicável.*”

Os associados AMEC entendem que a redação proposta para o artigo acima transcrito pode causar dúvidas, posto que, s.m.j., os administradores devem agir com diligência para assegurar que todas as informações prestadas pelas respectivas sociedades observem a regulamentação aplicável.

Assim sugere-se que seja dada a tal artigo a seguinte redação:

Artigo 5º - Os administradores das companhias abertas envolvidas na operação devem tomar todas as cautelas e agir com diligência para assegurar que todas as informações prestadas pelas respectivas sociedades observem a regulamentação aplicável.

No que diz respeito aos incisos a serem criados, propõe-se que o primeiro inciso obrigue que o Conselho de Administração se manifeste de maneira formal perante todos os *stakeholders* sobre a equidade da operação societária proposta.

Entende a AMEC que uma vez que sejam obrigados a se manifestar publicamente sobre uma determinada operação societária os administradores das companhias envolvidas serão mais ciosos no exercício dos seus deveres legais e desempenharão sua função com maior afinco, bem como poderão ter o seu desempenho aferido pelos acionistas que a eles confiaram tal encargo.

Note-se que a regulação vigente tem sido utilizada capciosamente – na opinião de nossos associados – como pretexto para que o conselho de administração se exima de manifestar sua opinião nas operações societárias propostas. Não pode ser admitido que operações desta natureza e relevância sejam cursadas sem que haja a opinião do órgão máximo de governança da companhia.

Ainda a esse respeito, há de ser destacado que a relação de troca das ações, “sugerida” pelo controlador, via de regra, tem sido uma condicionante para a aprovação da operação, razão pela qual deve o Conselho de Administração, no exercício do seu dever de fidúcia com todos os acionistas da companhia, se manifestar de maneira formal sobre a equidade da operação societária proposta.

I – devem os membros do Conselho de Administração das Companhias incorporadora e incorporada manifestar-se objetivamente sobre a equidade da operação societária proposta, como forma de orientar a tomada de decisão por parte dos acionistas das companhias envolvidas em tal transação.

Em linha com a sugestão apresentada acima, entendem os Associados da AMEC que a nota de rodapé número 2, inserta na página 16 da minuta proposta deve ser transformada em informação obrigatória a ser prestada pela administração da companhia, pelo que sugere a inclusão do inciso II ao artigo 5º, com a seguinte redação:

II – com o intuito de orientar a tomada de decisão dos acionistas, deverão os administradores e o acionista controlador das companhias envolvidas explicar quais as razões por que não se optou por uma oferta de compra ou permuta de ações ou outra modalidade de operação societária.

1.2. Demonstrações Financeiras (artigo 6º da minuta de Instrução proposta)

A presente minuta de instrução propõe no inciso “II” do artigo 6º que as demonstrações financeiras das sociedades envolvidas na operação tenham como prazo de referência data “não seja anterior a 180 (cento e oitenta) dias da data da assembleia que deliberará sobre a operação”.

No entendimento da AMEC o prazo proposto é demasiadamente longo, haja vista que em tal período podem ocorrer situações que afetem de maneira significativa os resultados da companhia, que não estejam devidamente refletidos nas demonstrações financeiras.

Assim, a AMEC sugere que o prazo previsto no inciso “II” seja reduzido para **90 (noventa) dias**, como forma de manter uma maior fidedignidade entre a realidade atual da companhia e as demonstrações financeiras que servirão de base à operação societária proposta.

Tal redução de prazo deveria ainda ser acompanhada da determinação de que eventuais fatos relevantes que venham a ser divulgados entre a data de tais demonstrações financeiras e a data da assembleia geral que sobre elas deva deliberar deve ser adequadamente refletida nas demonstrações financeiras de modo a preservar os interesses de todos os acionistas envolvidos na operação societária proposta. Caso isso não aconteça, a CVM deve poder determinar o levantamento de demonstrações financeiras com prazos ainda menores, de forma que todos os eventos relevantes anteriores à operação em tela estejam contemplados e devidamente publicados.

1.3 Avaliação – Indicação de novos critérios para fixação da relação de troca de ações da controladora por ações da controlada (artigo 8º da minuta de Instrução proposta)

Essa Comissão de Valores Mobiliários, no exercício das atribuições que lhe foram atribuídas pela Lei 6404/1976, propôs que para os fins preconizados no artigo 264 da Lei das Sociedades por Ações, sejam aceitos como critérios para o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada, além do valor de patrimônio líquido a preços de mercado, previsto no caput de tal dispositivo legal, a avaliação por múltiplos de mercado, ou ainda mediante a utilização da metodologia conhecida por fluxo de caixa descontado.

Em que pese o fato de tais novas hipóteses terem sido esporadicamente aceitas por essa CVM em casos específicos, entendem os associados da AMEC que a sua oficialização poderá dificultar, se não até mesmo impedir o exercício do direito de recesso por parte dos investidores.

Tal receio advém do fato que tanto a avaliação por múltiplos de mercado, quanto por fluxo de caixa descontado possibilitar a utilização de métricas e parâmetros por vezes subjetivos, que, justamente por tal razão, poderão vir a impedir a hipótese exercício do direito de recesso a valor econômico prevista no parágrafo terceiro do artigo 264, ora regulamentado.

Como forma de mitigar tal risco, sugere a AMEC que a eventual adoção dos métodos de múltiplo de mercado ou fluxo de caixa descontado, deverá sempre ser acompanhada pela avaliação do valor do patrimônio líquido das companhias envolvidas na operação societária e que, caso qualquer dos parâmetros se apresente menos vantajoso ao investidor, na forma prevista no parágrafo terceiro do artigo 264 da Lei 6404/1976, seja garantido ao mesmo o exercício do direito de recesso pelo valor do patrimônio líquido a preços de mercado.

1.4 Possibilidade de impugnação de relação de preços de mercado

Mesmo no caso de ações consideradas líquidas, é possível (e infelizmente corriqueiro) que os preços das ações reflitam ações direta ou indiretamente

causadas pelos acionistas controladores, que assim distorcem as cotações e impedem que elas reflitam o valor justo dos ativos subjacentes.

Tal situação se apresenta de maneira mais contundente quando se verifica um largo lapso temporal entre a divulgação do fato relevante e a concretização da operação societária respectiva, mesmo que sob forma diversa da originalmente prevista.

Nesses casos o mercado passa a operar de maneira “engessada” pois o ativo é previamente precificado, tendo pouco ou nenhum espaço para oscilar e/ou refletir mudanças econômicas ocorridas.

A Amec recomenda que a CVM inclua dispositivo prevendo expressamente a possibilidade de impugnação de determinada série de preços de mercado, quando provocada ou quando julgar que tal série encontra-se distorcida por culpa dos proponentes da oferta.

1.5. Revogação de Dispositivos Regulamentares (artigo 13 da minuta de Instrução proposta)

Outra preocupação externada pelos associados da AMEC diz respeito à revogação de diversos dispositivos da Instrução CVM 319, especialmente no que concerne aos artigos 10, 11 e 15 de tal instrumento regulatório.

Relativamente ao artigo 10 da ICVM 319, entendem os associados da AMEC que é de suma importância a manutenção da diretriz contida em tal dispositivo, haja vista que visa, precipuamente, garantir aos detentores de diferentes espécies e classes de ações que os ativos por si detidos sejam adequadamente precificados, mitigando assim o risco de favorecimento de uma ou outra espécie ou classe de ações.

No que concerne ao artigo 11, entendem os Associados da AMEC que seja importante a manutenção desse dispositivo, pois a restrição imposta pelo mesmo importa em proteção aos acionistas que tenham investido em companhias menos líquidas. De outra banda, a supressão de tal proteção poderia ser interpretada como um desestímulo ao investimento em companhias que não façam parte dos índices gerais representativos de carteiras de ações admitidos à negociação bolsas de futuros, o que certamente seria ruim para o mercado mobiliário brasileiro.

Entendem ainda os Associados da AMEC que a eventual revogação do artigo 15 da ICVM 319 será um verdadeiro retrocesso no âmbito regulatório, posto que a eventual supressão das hipóteses objetivas “do exercício abusivo do poder de controle” enumeradas em tal dispositivo poderá ser interpretada por alguns emissores como autorização para trilhar caminhos antes proibidos, o que certamente acarretará um incremento nos conflitos entre acionistas controladores e minoritários nas operações societárias de fusão, cisão e incorporação.

Por fim, tendo em vista o aprendizado de nossos associados com operações recentes, é mister que esta CVM impeça determinadas manobras claramente destinadas a contornar dispositivos legais de proteção aos acionistas. É o caso da incorporação reversa que, em caso recente, redundou na eliminação do justo direito de recesso dos acionistas minoritários. O assunto foi tema de carta enviada pela Amec a esta CVM no dia 11 de outubro de 2012 (Carta Amec Presi 08/2012). Sendo assim, sugerimos a inclusão do seguinte inciso ao Artigo 15 da Instrução CVM n.º 319:

“VII - A utilização de estruturas alternativas de reestruturação, tais como incorporação reversa, que venham a suprimir direitos dos acionistas minoritários”.

Alternativamente, reiteramos nossa visão sobre a urgência para que esta CVM siga a intenção do legislador e interprete a incorporação reversa como igualmente geradora do direito de recesso na controlada incorporadora, conforme nossa correspondência supracitada.

Com as sugestões acima, a AMEC espera ter colaborado com esta digna Autarquia, no que tange ao trabalho contínuo em busca do desenvolvimento e aperfeiçoamento dos mercados financeiro e de capitais.

Atenciosamente,



Mauro Rodrigues da Cunha
Presidente Executivo