

Rio de Janeiro, 11 de Outubro de 2012

Carta/AMEC/Presi nº08/2012

Ilmo. Sr. Dr.
Otavio Yazbek
Presidente em exercício da
Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”)
Rua Sete de Setembro, nº 111 -
2º, 3º, 5º, 6º (parte), 23º, 26º ao 34º Andares
Centro, Rio de Janeiro, RJ - CEP 20050-091

Prezado Senhor Presidente,

Tendo em vista recentes operações cursadas no mercado mobiliário nacional, vimos, por meio desta carta, solicitar a esta autarquia manifestação objetiva sobre a interpretação do artigo 264 § 3º e § 4º da Lei das Sociedades Anônimas, especialmente no que concerne ao direito de recesso dos acionistas minoritários da sociedade incorporadora (controlada) nas operações de incorporação reversa, consoante segue.

Nos termos da Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, temos, na Emenda Aditiva nº 22 (Plenário) a justificativa abaixo transcrita para as alterações do artigo 264: “A alteração do art. 264 se justifica como medida de atualização da lei das S/A. Com efeito, a avaliação de uma companhia de preço de mercado, para efeito da comparação prevista nesse artigo, é, em muitos casos, impossível de ser realizada, deve-se prever a possibilidade de adoção de critério aceito pela CVM.

O art.264 tem por objetivo regular a incorporação de companhia controlada, que consiste em um negócio consigo mesmo, em que existe a possibilidade de o acionista controlador estabelecer uma relação de troca de ações injustas, prejudicial aos interesses dos demais acionistas das companhias envolvidas.

Isto posto, a alteração ora proposta prevê a aplicação das normas desse artigo a outras hipóteses equiparáveis à incorporação de companhia controlada, nos termos do § 4º, quais sejam: incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporações de ações de sociedades sob controle comum”.

(Plenário da Câmara, de 2001. – Deputado Jutahy Júnior, líder do Bloco Parlamentar PSDB/PTB.)

Como visto do trecho acima transcrito, intenção do legislador ao propor a “modernização” do artigo 264 era a de regular operações entre empresas sob controle comum, com o objetivo de impedir que o acionista controlador estabelecesse uma relação de troca de ações injusta e prejudicial aos interesses dos demais acionistas da companhia. Via de regra, a dicção do artigo 264 é interpretado pela CVM (especialmente no PO35) como fundamento para referendar o voto do controlador, mas sempre no contexto das proteções devidas ao minoritário.

A equidade e proteção ao direito do acionista minoritário, inclusive no que diz respeito ao direito de recesso estão albergados no âmbito regulatório do art. 264, cujo espírito foi utilizado por essa autarquia para permitir o voto do majoritário (em detrimento do art. 115 e qualquer questionamento prévio de conflito de interesse). Todavia, paralelamente à tal interpretação, há de se ter em vista que este mesmo dispositivo legal regula claramente a proteção ao minoritário sem dispersão e liquidez, garantindo o direito de retirada caso a relação de substituição lhe seja menos favorável.

Diante das considerações acima, salta aos olhos o fato de que a ausência de proteção ao acionista minoritário da empresa controlada incorporadora permitiria uma série de abusos e transações prejudiciais, tais como fechamentos de capitais mascarados como incorporações reversas, reestruturações societárias desfavoráveis a minoritários dentre outras.

Com o intuito de mitigar o risco de que operações abusivas e prejudiciais ao mercado e aos investidores ocorram, vimos por meio desta carta solicitar a esta autarquia que **se manifeste objetivamente sobre o direito de recesso aos acionistas minoritários em operações de incorporação reversa**. Para tanto, com o único intuito de ilustrar as questões que serão apresentadas faremos referência a alguns pontos analisados em casos concretos anteriormente cursados.

Na recente operação de reorganização societária do grupo Oi foi externado entendimento de que o direito de recesso previsto nos § 3º e § 4º do Artigo 264 da LSA não teria autonomia em relação às hipóteses de recesso previstas no Artigo 137, da mesma Lei. Alegou-se que o §3º existiria exclusivamente para estabelecer aquela alternativa de reembolso, mas nunca como a origem de um direito de recesso.

Com a devida licença, discordamos de tal interpretação, especialmente quando se verifica que o espírito que norteou o legislador quando da criação da norma foi o de conferir ao acionista minoritário, independentemente da posição que este ocupe na operação societária (acionista da incorporada ou da incorporadora) a maior proteção possível contra eventuais abusos do acionista controlador em operações consigo mesmo (self dealing transaction).



A interpretação contrária reduziria em muito o alcance do § 4º do art. 264, hipótese que a própria CVM rejeita ao dizer que o regime especial previsto no Artigo 264 não consiste em um mero complemento informacional aos acionistas envolvidos na referida operação. Afinal, negar tal direito é transformar o Artigo 264 num sistema de proteção inócuo, reduzido à prestação de mais uma informação pelo acionista controlador, qual seja, a elaboração de um laudo patrimonial a valor de mercado.

Outro fundamento utilizado para a negação do direito de recesso foi a suposta indeterminação objetiva dos beneficiários deste direito.

Mais uma vez discordamos de tal interpretação, na medida em que os beneficiários do direito de recesso, no âmbito do Artigo 264, da LSA estão plenamente delimitados no seu § 3º, quais sejam, (i) os acionistas dissidentes, sujeitos à decisão unilateral do controlador em operação consigo mesmo (ii) titulares de ações sem liquidez e dispersão. Isto independente de qual a posição desta empresa na reestruturação societária conforme previsão contida no §4º (incorporada, incorporadora, ou ambas tratando-se de empresas controladas direta e indiretamente pelo mesmo acionista controlador).

São conhecidos e reconhecidos os esforços da CVM pela maior transparência nas operações societárias envolvendo sociedades sob controle comum, especialmente com a criação do Parecer de Orientação nº 35, de 1º de setembro de 2008. Entretanto, a transparência é apenas uma das garantias que devem ser asseguradas aos minoritários em operações desta natureza.

Considerando que o atendimento às exigências formais do referido Parecer de Orientação, conforme entendimento pacificado nesta Autarquia, autoriza a superação do impedimento de voto por conflito de interesse, a única garantia que resta aos acionistas minoritários, no âmbito de operações regidas pelo Artigo 264, da LSA, é o direito de se retirar da sociedade.

Transações feitas como incorporações reversas ou reestruturações societárias envolvendo companhias sob controle comum, onde qualquer acionista minoritário não tenha o direito de recesso assegurado, contrariam a letra e o espírito do art. 264. Retirando a única proteção dada por lei ao acionista dissidente (direito essencial conforme art. 109).

À guisa de ilustração, frisamos que existem hoje 538 companhias listadas na Bolsa, mas somente 64 dessas companhias têm ações que fazem parte do IBOVESPA. A grande maioria das companhias listadas, portanto, não atendem ao critério de liquidez (conforme art. 137, inciso II). E mais, somente 12 dessas companhias não têm acionistas controladores e são parte do IBOVESPA, portanto atendendo ao critério de liquidez e da dispersão. Todas as demais, ou seja, 98% do mercado estariam então sujeitas a transações com partes relacionadas onde pode-se usar estruturas desfavoráveis aos acionistas minoritários, sem a proteção do direito de recesso (considerada direito essencial conforme art. 109 da Lei das S.A.).

Atualmente há um número considerável de ações que estão sendo negociadas por um valor abaixo do patrimonial, ou seja, podem vir a ser objeto de vários tipos de operações onde o direito de recesso seria benéfico ao minoritário dissidente. E esse é um direito previsto na Lei e interpretado pela maioria doutrinária como inegável, logo a tentativa de qualquer companhia em negar esse direito deve ser impedida.

Note-se que em operação societária recente (Processo RJ-2011-11770), a própria companhia reclamada sucita a hipótese de reforma no entendimento da CVM – desde que válida para operações posteriores a tal posicionamento.

Assim, independente do mérito de operações passadas solicitamos que esta autarquia manifeste seu entendimento sobre a interpretação do referido Artigo 264 da LSA e confira a proteção, de fato, aos acionistas minoritários em operações desta natureza.

Respeitosamente,



MAURO RODRIGUES DA CUNHA

Presidente