

Carta/AMEC/Presi nº 10/2016

São Paulo, 5 de setembro de 2016.

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, CVM  
Sr. Ivan de Souza Monteiro, Diretor de Relações com Investidores, Petrobras SA

**Ref: Decisão do Colegiado CVM em 16.08.2016 – Aplicabilidade do Artigo 253 para BR Distribuidora**

Prezados Senhores,

A Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC vem mais uma vez, submeter a V. Sas., considerações importantes para o desenvolvimento de nosso mercado de capitais, e particularmente com relação a interpretações regulatórias e autorregulatórias e seus impactos para os investidores minoritários. Fazemos referência ao caso em epígrafe, no qual o Colegiado da CVM decidiu – por maioria e contrariando posição reiterada da Superintendência de Relações com Empresas – pela inaplicabilidade do direito de preferência previsto pelo Artigo 253 na eventual alienação privada de ações da BR Distribuidora.

Nosso posicionamento divide-se em 4 partes: (1) A Visão da Amec sobre o Artigo 253; (2) A Decisão do Colegiado e os precedentes citados; (3) reflexões sobre a hermenêutica da Lei 6.404/76 no que tange à proteção dos acionistas minoritários; e (4) Sugestões para a Petrobras.

#### 1. A Visão da Amec sobre o Artigo 253

É público e notório que a Petrobras necessita alienar ativos como forma de sair da crise que a atingiu. Também é incontroverso que transações de fusões e aquisições são saudáveis e necessárias não apenas para o desenvolvimento do mercado de capitais, mas até mesmo para a saúde das nossas empresas e da economia brasileira.

Neste contexto, é fácil concluir que o dispositivo do Artigo 253 da Lei 6.404/76 parece excessivamente pesado como forma de proteção dos acionistas das empresas controladoras, uma vez que introduz um óbice importante para transações legítimas que beneficiam a todos os acionistas.

É claro que a alienação de ações de uma subsidiária integral pode ser uma estratégia para “roubar” valor de uma empresa de capital aberto. Mas isso só ocorre caso a alienação seja feita contra os interesses da sociedade ou em situação de conflito de interesses (por exemplo, na alienação para uma parte relacionada). Qualquer que seja a hipótese, ela deveria ser verificada isoladamente, e não de maneira ampla como faz o Artigo 253.

Na opinião da Amec, portanto, a norma carece de aperfeiçoamento. Ocorre que, a forma como isso vem sendo feito, casuisticamente, gera danos muito maiores para o mercado de capitais, como veremos abaixo.

#### 2. A Decisão do Colegiado e os Precedentes Citados

O Colegiado da CVM, no caso em exame, decidiu em oposição à opinião da área técnica (SEP), cujos Relatório, Memorando e Despacho da Superintendência de Relações com Empresas, na opinião da Amec, refletem de maneira mais adequada a interpretação que deve ser dispensada ao texto legal vigente.

Não obstante o Colegiado, por maioria, entendeu que o direito de preferência previsto no dispositivo só se aplica caso a subsidiária integral tenha sido formada por incorporação de ações.

Tal posicionamento, com a devida licença, parece extrapolar o mandato interpretativo da CVM em relação à legislação societária, pois a lei não abre a possibilidade de limitar o direito à forma de criação da subsidiária integral. O texto da lei é inequívoco, dirigido a toda e qualquer subsidiária integral:

Art. 253. Na proporção das ações que possuírem no capital da companhia, os acionistas terão direito de preferência para:

I - adquirir ações do capital da subsidiária integral, se a companhia decidir aliená-las no todo ou em parte; e

II - subscrever aumento de capital da subsidiária integral, se a companhia decidir admitir outros acionistas.

*Parágrafo único.* As ações ou o aumento de capital de subsidiária integral serão oferecidos aos acionistas da companhia em assembléia-geral convocada para esse fim, aplicando-se à hipótese, no que couber, o disposto no artigo 171.

O Colegiado baseou sua decisão no precedente criado pelo Processo CVM RJ 2010/13425 (Lightger) e no PAS CVM RJ 2010/9078 (Sadia).

Preliminarmente, entendemos que a SEP corretamente aponta que a operação de Lightger e a operação de BR Distribuidora são diferentes por inúmeros motivos. Não obstante, o Colegiado parece referir-se à sua conclusão de 29.03.2011, quando concluiu a análise do caso após pedido de vistas, registrando que:

*Desse modo, o Colegiado, por unanimidade, deliberou que a Lightger não é uma subsidiária integral, uma vez que as ações representativas de seu capital social não são todas detidas por um único acionista. Conseqüentemente, não incide o direito de preferência, estabelecido no art. 253 da Lei nº 6.404/76, na alienação de ações de emissão da Lightger à Cemig GT. Ainda segundo o Colegiado, às hipóteses como a presente, em que o capital social da companhia é distribuído entre dois ou mais acionistas, o regime próprio das subsidiárias integrais, previsto no art. 253, somente seria aplicável caso ficasse evidenciado que a estrutura acionária foi constituída para fraudar a lei, o que não se verificou no presente caso.*

*Ademais, o Colegiado, por maioria, ressalvada a declaração do Diretor Otavio Yazbek, concluiu que o disposto no art. 253 apenas se aplica às companhias convertidas em subsidiárias integrais em razão de operação de incorporação de ações.*

Em outras palavras, ainda que a aplicabilidade do Artigo 253 no Caso Lightger já tivesse sido afastada, o parágrafo final foi além e inovou ao concluir que o disposto no art. 253 apenas se aplicaria às companhias convertidas em subsidiárias integrais em razão de operação de incorporação de ações. Entendemos que aqui a CVM pode ter “legislado”, afastando para a grande maioria dos casos o direito previsto em lei.

O entendimento, explicitado no voto do Diretor Eli Loria, é baseado fundamentalmente na Exposição de Motivos do Anteprojeto que resultou na Lei 6.404/76, conforme abaixo:

*A companhia que tem por único acionista outra sociedade brasileira é expressamente admitida e regulada no artigo 252, que dá juridicidade ao fato diário, a que se vêem constrangidas as companhias, de usar "homens de palha" para subscreverem algumas ações, em cumprimento ao requisito formal de número mínimo de acionistas. Mas o*

*Projeto não admite a companhia brasileira subsidiária integral de companhia estrangeira, para deixar claro que a lei veda a subordinação do interesse da sociedade nacional ao da estrangeira: os administradores da companhia brasileira controlada por acionistas estrangeiros, assim como o seu acionista controlador, têm sempre os deveres e responsabilidades definidos nos artigos 116, 117 e 154 e seguintes.*

*A incorporação de ações, regulada no artigo 253 é meio de tornar a companhia subsidiária integral, e equivale à incorporação de sociedade sem extinção da personalidade jurídica da incorporada. A disciplina legal da operação é necessária porque ela implica - tal como na incorporação de uma companhia por outra - em excepcionar o direito de preferência dos acionistas da incorporada de subscrever o aumento de capital necessário para efetivar a incorporação **Em compensação, para evitar que a subsidiária integral possa servir de instrumento para prejudicar acionistas minoritários da companhia controladora, o artigo 254 assegura direito de preferência para aquisição ou subscrição de ações do capital da subsidiária integral.** [grifo nosso]*

Argumenta o Diretor que o trecho grifado autoriza o entendimento de que o direito do Artigo citado só seria aplicável no caso de empresas que sofreram incorporação de ações, como uma forma de compensação a algum direito que adviria do direito de preferência que os acionistas da controladora deixaram de ter.

A AMEC discorda de tal interpretação. A frase em questão trata indubitavelmente de TODAS as subsidiárias integrais. O termo “em compensação”, frise-se existente apenas na exposição de motivos da lei, não autoriza o entendimento de que a compensação se aplica somente aos casos em que a sociedade tenha sofrido previamente operação que excepcione o direito de preferência dos acionistas da controladora.

Que aliás, no caso concreto, foram excepcionados por conta do resgate das ações da BR Distribuidora, como a SEP corretamente aponta.

Mas voltando ao caso Lightger, a exposição de motivos descreve duas operações distintas: a incorporação de ações, que necessita de regulamentação própria por excepcionalizar um direito, e a venda de participação em subsidiária integral que em contraposição (talvez este deveria ser o termo utilizado) prevê, por intermédio do artigo 253, um mecanismo de proteção ao acionista contra desvio de valor.

Mas o argumento central pelo qual se conclui que nem a lei nem a exposição de motivos vinculam ou poderiam vincular uma coisa à outra é que o direito de preferência excepcionalizado quando a empresa incorpora as ações de outra é uma proteção do acionista DAQUELE MOMENTO. Ele não tem relação com o acionista que detém as ações 5, 10 ou 15 anos depois (como no caso da BR Distribuidora). Por isso, proteger este não poderia ser considerado uma compensação por não ter protegido aquele.

No entendimento da Amec, portanto, a decisão no Caso Lightger – que “fundamenta” a decisão atual no caso BR Distribuidora – merece reforma por suprimir um direito do acionista expressamente previsto em lei.

Reiteramos que, o fato de a norma ser ruim e anacrônica não justifica sua supressão por decisão administrativa que, nesse contexto, há de ser considerada ilegal.

### 3. Reflexões sobre a hermenêutica da Lei 6.404/76 no que tange à proteção dos acionistas minoritários

O posicionamento do Colegiado da CVM no caso em tela preocupa a Amec sobretudo do ponto de vista sistêmico. Quando analisado no contexto histórico - e aqui nos referimos tanto a decisões administrativas do regulador como de entidades autorreguladoras – vemos uma tendência a um maior “ativismo interpretativo” no sentido de suprimir direitos dos investidores do que no sentido de protegê-lo.

Para tal conclusão basta nos lembrarmos de casos extensamente discutidos pela Amec no passado, tais como a extensão do direito de *tag along*, o impedimento prévio de voto, a suspensão do prazo de convocação de assembleias, os *waivers* de *free float* e das regras de ofertas públicas (tanto no âmbito da IN 361 como da regulamentação do Novo Mercado), incluindo a questão das OPAs unificadas, e tantos outros casos.

Fica a impressão de que os órgãos reguladores e autorreguladores são mais flexíveis nos pleitos de companhias e controladores do que nos casos que beneficiam a minoria silenciosa. Minoria esta que deveria ser o objeto focal da atenção desses órgãos, como dita a Lei 6.385/76, no seu Artigo 4º, inciso IV, item b:

*Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:*

*(...)*

*IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:*

*(...)*

*b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.*

### 4. Sugestões para a Petrobras

Ainda que tenha sido vencedora em sua tese perante a CVM, cabe à Petrobras uma reflexão sobre o seu curso de ação com relação à eventual alienação de participação acionária na BR Distribuidora.

Desnecessário nos alongarmos nas agruras impostas aos seus acionistas minoritários nos últimos anos. Se a empresa deseja recuperar sua credibilidade perante a comunidade de investidores, suprimir um direito dos acionistas com base em contorcionismo legal – ainda que tenha convencido a CVM – não parece ser o melhor caminho.

Neste sentido, a Amec sugere desde já à Petrobras, na pessoa do seu Diretor de Relações com Investidores, que eventual alienação privada de ações da BR Distribuidora seja precedida de Assembleia Geral Extraordinária, na qual seja submetida aos acionistas a proposta de alienação e, expressamente, a “renúncia” aos direitos do Artigo 253 (na forma do Parágrafo Único do dispositivo). Para ganhar ainda mais credibilidade, propomos que o acionista controlador se comprometa, antecipadamente, a acompanhar o voto da maioria da minoria – garantindo assim a lisura do processo.

Sendo o que tínhamos para o momento, subscrevemo-nos.

Atenciosamente,

MAURO RODRIGUES DA CUNHA  
Presidente Executivo