

Carta/AMEC/Presi nº 16/2018

São Paulo, 23 de novembro de 2018.

Ao

Ilmo. Sr. Marcelo Santos Barbosa
Presidente - Comissão de Valores Mobiliários - CVM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro
Rio de Janeiro, RJ 20159-900
pte@cvm.gov.br

Ref: DISTORÇÕES EM REESTRUTURAÇÕES E PROBLEMAS DO PARECER 35/08

Prezados Senhores,

1. Durante seus 13 anos de existência, a Amec tem alertado os participantes do mercado sobre as brechas existentes na nossa legislação, na regulamentação e mesmo na abordagem regulatória, que têm permitido a ocorrência de distorções em operações de reestruturações societárias ou ofertas públicas.
2. Operações de incorporação – e notadamente incorporações de ações – vem sendo utilizadas na última década para atender aos objetivos de acionistas controladores, canalizando a estes valor que deveria pertencer à companhia e aos seus acionistas. As normas são formalmente aplicadas com o intuito de suprimir a essência da proteção que o legislador visava conferir às minorias, principalmente no que tange a elaboração de laudos de avaliação e na manifestação de vontade dos acionistas.
3. Esses assuntos foram tratados pela Amec inúmeras vezes. Chamamos atenção para os artigos [Maioria da Minoria](#) (Dezembro/2013), [Simples Assim](#) (Maio/2014), [Para que Servem os Laudos](#) (Junho/2014) e O Sapo na Panela (Outubro/2018). Também tratamos desse problema em correspondências à CVM e à B3, sendo que destacamos as Cartas Presi [01/2012](#), [08/2012](#), [08/2013](#), [16/2013](#), [17/2013](#), [03/2014](#), [07/2014](#), [15/2014](#), [15/2015](#), [09/2016](#), [03/2017](#), e [10/2018](#).
4. Resumindo, a Amec tem rogado reiteradamente que seja respeitada no Brasil a regra da “maioria da minoria” como remédio fundamental para transações cursadas em situação de conflitos de interesse – especialmente casos de incorporações de empresas abertas ou suas ações.
5. Tal remédio está incluído no Parecer de Orientação n.º 35, consoante trecho a seguir transcrito:

Além disso, seguindo a experiência internacional acerca da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores, a CVM recomenda que:

- i) um comitê especial independente seja constituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração, observando as orientações contidas no parágrafo anterior; ou*
- ii) a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito.*

6. Ocorre que o comando do item (II) supra – perfeitamente compatível com o regramento brasileiro – tem sido sistematicamente ignorado desde o advento do Parecer de Orientação 35/08 pela utilização, em seu texto, da conjunção alternativa “ou”.
7. Ou seja, desde a publicação do PO 35, o acionista controlador, entre condicionar a realização da operação à maioria da minoria, ou constituir um comitê (teoricamente independente) e votar na deliberação da operação, tem optado com frequência pela segunda alternativa.
8. Apesar de sua boa intenção – notadamente a economia processual de evitar consulta aos acionistas não conflitados em prol de uma análise independente – a verdade é que em muitas situações tal independência é unicamente formal. E torna-se quase impossível à CVM, ao judiciário ou mesmo aos acionistas comprovarem que determinado grupo de pessoas com “notório saber” agiu de forma contrária à independência requerida, ou alinhada aos interesses do acionista controlador – ainda que o resultado final tenha impactado negativamente os acionistas minoritários. Ou seja, o Parecer cria uma verdadeira avenida para o curso de operações não equitativas, ainda que atendendo às formalidades demandadas pelo regulador.
9. É o que de forma resumida já alertávamos à CVM há mais de 6 anos, através da Carta Presi [01/2012](#) – cujo conteúdo não apenas se revelou correto, mas ainda mais tempestivo e urgente tendo em vista os fatos aprendidos nos últimos anos. Lá dizíamos que:

“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.”

10. Não obstante todo esse histórico, fazemos referência à reorganização societária da Gol Linhas Aéreas (GLA) e Smiles, anunciada em 14.10.2018. O assunto trouxe, novamente, preocupação aos associados da Amec, não apenas pelos fortes impactos aos acionistas da Smiles na sequência da divulgação, mas também por conta de determinados fatos que serão trazidos tempestivamente à B3 e à CVM.
11. Como de praxe, a operação foi discutida na Comissão Técnica da associação, onde foram levantados os tópicos que ora apresentamos à CVM.
12. De plano, ficou claro aos nossos associados que a operação em tela, longe de ser um caso isolado, é mais uma repetição sobre tema que temos assistido nos últimos anos. Há uma verdadeira onda de transações societárias, estruturadas sob a forma de incorporações, conjugando características estruturais benéficas (celeridade, ágio tributário, custos transacionais menores) a outras que tendem a afastar direitos de acionistas minoritários, podendo beneficiar o acionista controlador. Isso se dá através da supressão da expressão de vontade da maioria da minoria

(que seria a ferramenta ótima para legitimar a transação), com uso de laudos frágeis e muitas vezes viabilizando por vias alternativas alienações de controle, sem as devidas ofertas públicas.

13. No caso específico da transação anunciada pela Gol para sua controlada Smiles, diversos outros aspectos chamaram atenção de nossos associados. Neste momento, gostaríamos de nos ater à notícia de que o acionista controlador pretende não apenas votar na assembleia geral que deliberar sobre a incorporação, mas também orientar os conselheiros da Smiles por ela eleitos para que convoquem uma assembleia geral extraordinária para alterar o estatuto social da companhia de modo a incluir previsão de constituição de um Comitê Independente, bem como que selecionem os membros de tal comitê.
14. Este de fato tem sido o caminho escolhido pela maior parte das transações polêmicas que vimos nos últimos anos – e de forma acelerada nas últimas semanas. Trata-se de uma postura que permite a escolha um grupo de pessoas de “notório saber” atendendo a todas as formalidades da CVM, referendando uma transação contrária aos interesses dos acionistas minoritários. Era o que alertávamos na Carta Presi 01/2012:

“...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...”

15. No entendimento da Amec, a solução mais simples para cursar de forma legítima uma transação como a ora proposta, seria através de uma oferta pública voluntária aos acionistas da Smiles ou então de uma incorporação deliberada em assembleia pela “maioria da minoria”. Com isso, afastar-se-ia o risco de que uma avaliação possa ser prejudicial aos acionistas não participantes do bloco de controle, mesmo que atendendo às formalidades do Parecer 35/08 – como já vimos no passado. Mais uma vez citamos a Carta Presi 01/2012, que sugere que:

“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.”

16. Tal alternativa mostra-se ainda mais adequada no caso particular da Smiles, tendo em vista que a companhia não possui até hoje previsão estatutária para constituição do Comitê Independente previsto no Parecer 35/08. Os associados da Amec questionam a legitimidade de impor à controlada uma mudança estatutária para fazer tal inclusão com a operação societária já anunciada. Em nosso entendimento, a operação proposta deve ser cursada na forma do estatuto vigente quando do anúncio da operação, sob pena, inclusive, da atitude dos administradores poder caracterizar falha no exercício dos deveres de diligência e lealdade conforme previsto no artigo 245 da Lei n.º 6.404/1976, que diz:

Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com

pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.

17. Segundo Modesto Carvalhosa:

“A norma dirige-se não só aos administradores da sociedade controladora como também aos da sociedade controlada.

E, com efeito, nos grupos de fato, ou seja, naqueles que não se submetem a uma convenção de grupo (art. 265), não pode haver qualquer forma de sujeição de uma sobre as outras, não podendo uma sociedade exercer influência dominante sobre as demais.

É vedado assim aos administradores de uma sociedade integrante do grupo não convencional constranger a conduta dos administradores das demais sociedade e, menos ainda, poderão estas submeter-se a tal coação.

Em consequência, se os administradores da controlada se omitem na defesa dos interesses dela, permitindo o favorecimento da controladora, podem eles ser civil e administrativamente responsabilizados (CVM), por não terem empregado o cuidado e a diligência requeridos por lei (art. 153), bem como por não terem exercido suas atribuições, visando lograr os fins e o interesse da companhia (art. 154).” (in Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, v.4, 2009, Editora Saraiva, p. 31)

18. Em último caso, cumpre lembrar que os ritos para indicação de membros em Comitês Independentes estão muito bem descritos no regulamento do CAF – Comitê de Aquisições e Fusões, do qual a Amec foi fundadora. Trata-se de um conjunto mínimo de práticas que deveria ser observada na constituição de um comitê verdadeiramente independente, que infelizmente não está descrito no Parecer 35/08, por ser anterior, mas cuja adequação se mostra necessária.

19. Independentemente de tal sugestão, uma companhia interessada em executar uma operação justa e equitativa deveria seguir as práticas daquele regulamento.

20. Em nosso artigo [Deixem o Xerife Trabalhar](#), de janeiro de 2016, nos insurgimos contra aqueles que atacaram a CVM, dizendo que esta não pode inovar na atividade sancionadora. Tal atitude seria muito conveniente para aqueles que patrocinam operações com potencial de prejudicar os acionistas minoritários. Dada a pleora de possíveis desenhos de operações societárias, dizer que a CVM só pode punir aquilo que puniu no passado equivale a condenar o regulador à inoperância. Dizíamos em 2016:

A segurança jurídica não pode servir de barreira para a evolução da interpretação das normas. Há de se ter em mente que é função do órgão regulador atualizar-se e manter-se atento às formas e subterfúgios eventualmente (ou até mesmo usualmente) utilizados pelos jurisdicionados para burlar o espírito das normas em vigor. O regulador não pode ser amarrado a visões do passado, enquanto a sociedade evolui a passos largos.

21. Em outras palavras, a CVM pode e deve encarar cada inovação tendo em vista, além da legalidade o potencial impacto de tal operação, seu objetivo final e o precedente que ela representa para a higidez do mercado de capitais.

22. Por fim, chama atenção que a transação em tela utiliza mais uma vez o conceito e ações preferenciais resgatáveis. O assunto foi objeto de [Comunicado ao Mercado da Amec](#) e representa hoje um dos maiores riscos aos acionistas minoritários, visto que além de possibilitar a criação de uma obrigação legal inexistente de *drag along*, pode trazer impactos ainda maiores aos acionistas se utilizada em toda a sua flexibilidade (por exemplo, oferecendo termos de resgates longos ou mal remunerados).
23. No nosso entendimento, é urgente uma ação da CVM no sentido de fechar essa brecha, da mesma forma que este regulador agiu tempestivamente por ocasião da edição da Instrução CVM 299/02, que logrou em abortar a onda de fechamentos brancos de capital que assolavam nosso mercado de capitais.
24. Neste sentido, a Amec respeitosamente sugere à CVM que:
- a. Aja no sentido de sustar os impactos negativos aos acionistas por conta de reestruturações societárias tais como aquela anunciada pela Gol para sua controlada Smiles, sem prejuízo da responsabilização dos envolvidos. Notadamente, sugerimos determinar sempre o impedimento de voto da controladora na assembleia que deliberar pela incorporação, assim como dos conselheiros indicados pelo acionista controlador na escolha dos membros do comitê independente do PO 35.
 - b. Inicie prontamente uma reflexão para revogar ou alterar o Parecer de Orientação 35/08, considerando os princípios elencados pela Amec 6 anos atrás na Carta Presi [01/2012](#) e restabelecendo a prática internacional da “maioria da minoria” como regra básica para permitir a presunção de regularidade de uma operação envolvendo vontade comum.
 - c. Emita regulação para evitar que o uso distorcido de ações preferenciais resgatáveis se consolide como mecanismo de prejuízo dos acionistas minoritários.
 - d. Iniciar a discussão de revisão da IN 361, modernizando a estrutura de OPAs e alinhando direitos e obrigações inclusive com a regulamentação envolvendo deslistagem de nível (estatuto NM) e incorporações, inclusive conforme já proposto pela Amec através da [Carta Presi 10/2018](#).
25. A Amec seguirá acompanhando essa operação, e todas aquelas que coloquem em risco os direitos dos acionistas minoritários e, como sempre, coloca-se à disposição da CVM para discutir os assuntos aqui elencados.

Atenciosamente,

MAURO RODRIGUES DA CUNHA
Presidente Executivo