

# **LLM**

De Direito Corporativo

## **DEFESA DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS EM OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS: PARECER DE ORIENTAÇÃO Nº 35**

**VANESSA MONTES DE MORAES**

**Orientador: Prof. José Eduardo Cavalcanti**

**Rio de Janeiro, 10 de dezembro de 2012.**

---

**VANESSA MONTES DE MORAES**

**DEFESA DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS EM  
OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS: PARECER DE  
ORIENTAÇÃO Nº 35**

Trabalho Final apresentado ao Curso de LLM de Direito Corporativo, turma LLM 14, do Ibmec Business School como parte dos requisitos para atendimento da resolução nº 1 do Conselho Nacional de Educação, de 08 de junho de 2007.

Orientador: Prof. José Eduardo Cavalcanti

Aprovado em: Dezembro de 2012.

Rio de Janeiro (RJ)

2012

---

## RESUMO

O Parecer de Orientação nº 35 foi apresentado pela CVM em 2008 visando dar concretude aos deveres dos administradores de companhias controladas em operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo uma sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. Um dos principais objetivos do parecer é assegurar uma negociação efetiva e independente entre controlador e administradores da companhia controlada durante a operação. Em uma análise do mercado, verificamos que os problemas relacionados a relações de trocas injustas e falta de independência dos membros dos Conselhos Independentes continuaram existindo. Logo após a análise de casos concretos, proponho sugestões de alteração no Parecer de Orientação nº35 visando aprimorá-lo para evitar condições não equitativas que prejudiquem os acionistas não integrantes do grupo de controle.

---

## SUMÁRIO

i.	INTRODUÇÃO .....	1
ii.	CAPÍTULO I: OBJETIVO DO PARECER DE ORIENTAÇÃO Nº 35.....	3
iii.	CAPÍTULO II: EFETIVO IMPACTO DO PARECER Nº 35 NO MERCADO DE CAPITAIS .....	11
iv.	CAPÍTULO III: PROPOSTAS DE ALTERAÇÕES DO PARECER DE ORIENTAÇÃO Nº 35 .....	16
v.	CONCLUSÃO: O QUE ESPERAR DO MERCADO DE CAPITAIS EM CASOS DE OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS .....	20
vi.	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	23
vii.	ANEXO – 1: ATA REUNIÃO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO BRASIL TELECOM COM MANIFESTAÇÃO DE VOTO GASPAR. ....	24

---

## i. INTRODUÇÃO

O Parecer de Orientação CVM nº 35 (PO 35), de 1º de Setembro de 2008, foi desenvolvido com o objetivo de criar uma negociação efetiva e independente entre controlador e administradores da companhia controlada durante operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. Este Parecer de Orientação se aplica, somente, a Companhias Abertas.

Ainda no parecer em questão, a CVM recomenda a constituição de um **comitê especial independente** de negociação para a operação, que submeterá suas conclusões ao conselho de administração; ou que a operação seja **condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores**.

No entanto, a edição do parecer não foi suficiente para impedir que controladores mal intencionados conseguissem atingir seus objetivos em detrimento dos acionistas minoritários. Eles encontraram formas de burlar o objetivo principal do parecer e, ainda assim, receberam o selo de boa governança corporativa que o PO 35 criou.

Foram diversos os exemplos que vimos no mercado de capitais brasileiro. O abuso do poder de controle esteve presente em várias operações, gerando revolta por parte dos acionistas minoritários que, injustiçados, tentaram mostrar à CVM a fraqueza do parecer em questão.

Nenhuma das empresas responsáveis por tais práticas, lesivas aos acionistas minoritários, foi multada ou de alguma forma questionada pelo órgão regulador.

---

Minha intenção neste trabalho é apresentar, com clareza, exemplos práticos de abuso do poder de controle em operações societárias realizadas após a emissão do PO 35. Descrevo os mecanismos usados pelos controladores para criar Comitês Independentes (só no nome, pois, na prática, não tinham nenhuma independência). Olhando de fora, realmente pode-se ter a impressão que as empresas seguiam o PO 35. Porém, analisando os fatos, não restam dúvidas de que a intenção não era dar independência à operação. A intenção real era seguir os moldes do parecer, porém mantendo o poder concentrado nos controladores. Como consequência, vimos, diversas vezes, o acionista minoritário ser lesado.

Após apresentar os exemplos, faço sugestões de alterações no documento – PO 35 – para que funcione de fato, gerando negociações transparentes e equitativas para todos os acionistas.

No entanto, não basta criar um modelo perfeito, outras questões estão envolvidas. Além de o modelo ser eficiente, é extremamente importante que as operações sejam fiscalizadas pelo órgão regulador e fiscalizador.

É muito importante, para o mercado de capitais brasileiro, que o PO 35 e as práticas que o cercam sejam aprimorados de forma a dar mais segurança e a coibir práticas não equitativas ou práticas em detrimento dos direitos dos acionistas minoritários. A proteção da credibilidade no mercado de capitais brasileiro é fundamental.

---

ii. CAPÍTULO I: OBJETIVO DO PARECER DE ORIENTAÇÃO Nº 35

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada com o objetivo de regular, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil.

Os Pareceres de Orientação são utilizados pela CVM para fornecer orientação aos agentes de mercado e aos investidores sobre matérias que cabe à CVM regular. Eles tratam de manifestações de orientação ou entendimento da CVM, por meio das quais pode ser veiculada sua opinião ou mesmo sua interpretação acerca das leis cujo cumprimento ela é responsável por fiscalizar.

O Parecer de Orientação nº 35 foi apresentado pela CVM em 2008 visando dar concretude aos deveres dos administradores de companhias controladas em operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo uma sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

Este foi apresentado em um cenário onde operações frequentes no mercado brasileiro, principalmente, de incorporação de controladas, eram problemáticas. Esse caráter problemático se deve a uma combinação de cinco fatores. São eles:

1. Incorporações de controladas podem causar prejuízos significativos aos minoritários, uma vez que estas operações, na maioria das vezes, envolvem todo o patrimônio da empresa e qualquer desequilíbrio na relação de troca das ações pode trazer perdas consideráveis para os acionistas.
2. As incorporações de controladas são coercitivas para os minoritários. Segundo o art. 137 da LSA, estas operações podem ser aprovadas pela

---

maioria e conforme precedentes da CVM, o controlador pode votar nestas operações mesmo agindo como contraparte da operação.

3. O direito de recesso não é suficiente para proteger os interesses dos acionistas minoritários em caso de abuso de poder de controle, pois conforme o art. 264, §1º, combinado com o art. 137, II da LSA, o recesso não é cabível quando as ações da companhia controlada têm liquidez, adicionalmente, o art. 45 da Lei 6.404/76 permite que o estatuto fixe o valor do reembolso pelo valor patrimonial, que raramente reflete o valor justo das ações de uma companhia operacional saudável. Outro ponto importante é que mesmo quando o valor do reembolso é calculado pelo valor econômico, que é o critério de avaliação mais adequado, a estimativa deste valor é feita por avaliadores escolhidos em Assembléia Geral, na qual o acionista controlador tem maioria, conforme o art. 45, §4º da LSA.
4. O mercado não consegue reprimir eventuais abusos de poder de controle, como os ganhos a serem obtidos são grandes, eles podem compensar o prejuízo reputacional sofrido pelos controladores.
5. A CVM e o judiciário enfrentam dificuldades para avaliar a equitatividade das relações de troca propostas, devido ao caráter subjetivo das avaliações das empresas.

Esses fatores podem gerar grandes incentivos econômicos para que controladores fixem relações de troca injustas, aprove-nas unilateralmente e obtenham ganhos significativos.



---

Este cenário brasileiro era muito parecido com a situação nos Estados Unidos no passado. Há décadas atrás nos Estados Unidos, permitia-se que o controlador exercesse seu direito de voto nas incorporações de controladas e entendia-se que o direito de recesso, apesar de inadequado, era a única alternativa disponível para os minoritários dissidentes, e pelos mesmos motivos descritos acima, essa situação criava fortes incentivos econômicos para que operações lesivas aos minoritários fossem concluídas, porém lá a situação mudou, conforme descrito no Memorando feito por Marcos Barbosa Pinto ao Colegiado da CVM em 30 de maio de 2008 sobre “Incorporação de Controladas”, ele descreve a evolução Norte-Americana com:

*“o julgamento do caso: Singer v. Magnavox Co., na qual a Suprema Corte do Estado de Delaware decidiu que a previsão legal do direito de recesso não afastava os deveres fiduciários dos administradores nas incorporações de controladas. Em sua decisão, a corte deixou claro que os administradores têm o dever de negociar termos e condições de incorporação que sejam entirely fair para os acionistas minoritários. Na seqüência, em Weinberger v. UOP, Inc., a Suprema Corte de Delaware explicitou o que vem a ser uma operação entirely fair abrange dois elementos: (a) imparcialidade do processo de negociação e (b) preço justo. Desses dois elementos, a corte focou sua análise no primeiro, pois a imparcialidade do processo de negociação é, segundo a corte, a melhor garantia de que o preço negociado seja justo. Em Weinberger e diversos casos posteriores, a Suprema Corte de Delaware orientou o mercado a respeito do que ela considerava um processo imparcial de negociação. Segundo a corte:*

- 
- i. *é recomendável a constituição de um comitê independente para aprovar as incorporações de controladas;*
  - ii. *o comitê independente deve ter amplos poderes para negociar os termos de incorporação, podendo, inclusive, recusa-la;*
  - iii. *os administradores devem fornecer todas as informações disponíveis para que o comitê independente desempenhe sua função;*
  - iv. *o comitê independente deve contar com uma assessoria jurídica e financeira independente;*
  - v. *as negociações devem ser conduzidas de maneira diligente.”*

Em 2008 a CVM criou o Parecer de Orientação nº 35 (PO35), cujo principal objetivo do parecer é assegurar uma negociação efetiva e independente entre controlador e administradores da companhia controlada durante a operação. O parecer determina que: caso a relação de troca e as condições propostas sejam insatisfatórias para a empresa controlada, os administradores devem rejeitar a operação.

O PO35 é uma orientação para administradores de companhias abertas sobre as medidas a serem tomadas para o cumprimento dos seus deveres fiduciários – uma vez que a Lei nº 6.404/76 apenas estabeleceu padrões gerais de conduta. A Lei das S.A., em seus artigos 153 a 158, define os Deveres e Responsabilidades dos administradores das companhias. O artigo 153 fala sobre o Dever de Diligência, os artigos seguintes falam sobre o Dever de Lealdade, Dever de Informar, responsabilidades, vedações e conflitos de interesse.

---

No entanto, a aplicação do referido parecer não está sendo feita da forma correta e, conseqüentemente, não está gerando os efeitos desejados, para os quais o parecer foi desenvolvido.

Nos últimos anos, mesmo após a edição do PO35, continuamos tendo casos de operações em que os acionistas minoritários foram extremamente prejudicados, relações de trocas injustas e falta de independência dos Comitês Especiais Independentes – criados por recomendação do PO 35 para analisar determinadas operações.

O parecer foi criado para assegurar uma negociação efetiva e independente entre controlador e administradores da companhia controlada durante a operação de incorporação de controladas. No entanto, na prática, o que ocorreu posteriormente ao parecer, em alguns casos, foram operações com o “selo” de governança dado pelo parecer, porém com princípios contrários aos do parecer. Tivemos casos de: conflitos de interesse, falta de independência do Comitê Especial Independente (formado por indicação do PO 35), administradores da companhia em prol dos acionistas controladores e práticas lesivas aos acionistas minoritários.

O Parecer de Orientação nº 35, de 1º de setembro de 2008, esclarece que: “é pacífico na CVM o entendimento de que o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum [...]”.

Em muitas operações de reestruturação societária, principalmente incorporação de controladas, criam-se “duas maiorias distintas”, que deliberam separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia. Este conceito de “duas maiorias distintas” foi o conceito presente na Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76, no sentido de

---

não existirem nas operações entre controladora e controlada. E este mesmo conceito foi utilizado na justificativa da edição do PO 35.

Na teoria, o parecer (PO 35) tinha tudo para dar certo, porém, na prática, não foi isso que ocorreu. O problema persiste e ainda piorou, pois agora se tem o “carimbo” de boa governança emitido pelo PO 35.

Um dos maiores problemas do referido parecer é a questão da independência. O parecer sugere a criação de um “Comitê Especial Independente”. Este comitê pode ser formado de diferentes maneiras, mas algumas das vezes que foi formado, não seguiu os princípios de independência que deveria.

O princípio da independência dos membros do comitê em questão é a base para que sejam defendidos os interesses da companhia e de seus acionistas – assegurando uma relação de troca equitativa em cenários de operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

É de extrema importância que seja definida, especificada e garantida a independência dos membros. Além disso, os acionistas minoritários precisam ter o direito de se defender caso a independência dos membros seja questionada.

O conflito de interesse, na prática, sempre existirá. Porém a regulação existe para que este conflito seja minimizado.

Os administradores de companhias têm o dever de lealdade à companhia e não a terceiros – conforme descrito no artigo 155 da Lei 6.404/76 – e o administrador deve exercer suas funções “para lograr os fins e no interesse da companhia”, sendo-lhe vedado

---

faltar a esse dever “para a defesa dos interesses dos que o elegeram” – conforme descrito no artigo 154 da Lei 6.404/76.

Além de estabelecer os parâmetros para a atuação do comitê especial independente, a CVM apresentou três formas de composição dos comitês, a saber:

*“i) comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes;*

*ii) comitê composto por não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto, para os fins do art. 160 da Lei nº 6.404, de 1976;*  
*ou*

*iii) comitê composto por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros.”*

O parecer informa, ainda, que a independência dos membros do comitê será aferida de acordo com o conceito de “conselheiro independente” constante do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, qual seja:

*“Conselheiro Independente caracteriza-se por: (i) não ter qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital; (ii) não ser Acionista Controlador,*

---

*cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos 3 anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição); (iii) não ter sido, nos últimos 3 anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Companhia; (iv) não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia; (vi) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; (vii) não receber outra remuneração da Companhia além da de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição).”*

Mesmo assim, já vimos diversos casos em que os conselheiros se diziam independentes, mas apresentavam relações com o controlador – e independência muito questionável.

Um ex-membro do conselho de administração eleito, no passado, pelo controlador da empresa, porém que atualmente não faz mais parte do conselho poderia ser considerado independente? Membros eleitos por acionista vinculado a acordo de acionistas, cujo voto é decidido em reunião prévia, são independentes?

---

iii. CAPÍTULO II: EFETIVO IMPACTO DO PARECER Nº 35 NO MERCADO DE  
CAPITAIS

O que tem acontecido na prática é que em operações anunciadas como supostamente dentro dos parâmetros apresentados no Parecer de Orientação CVM nº 35, a independência dos membros do comitê especial independente é, no mínimo, questionável.

Por vezes, são eleitos indivíduos que guardam vínculos com os acionistas controladores, seja por força de acordos de acionistas (que podem vincular a atuação dos conselheiros), seja por relações pretéritas, ainda que indiretas, de prestação de serviços.

O caso da incorporação da Contax ilustra bem o tipo de operação em que, apesar da suposta aderência aos parâmetros do Parecer de Orientação, a independência de pelo menos um dos membros do Comitê Especial Independente não resistiria a um exame mais detido, uma vez que tal membro era também conselheiro da Contax e havia sido eleito por voto de acionista vinculado ao acordo de acionistas da mencionada companhia. Tal acordo determinava que quaisquer das matérias sujeitas à deliberação da assembléia deveriam ser objeto de reunião prévia entre os signatários do acordo e a decisão tomada na reunião vincularia o voto de todos os signatários na futura assembléia. Portanto, o membro do comitê estava claramente subordinado aos controladores da Contax, ao contrário do que declarou a companhia.

Outro exemplo de desvirtuamento dos objetivos propugnados pelo Parecer 35 se deu no caso da incorporação da Inepar Energia pela sua controladora Inepar Indústrias e Construções, em que a CVM se manifestou contrariamente à formação do Comitê Especial Independente proposta pela controladora (por entender que os membros escolhidos não eram isentos para avaliar as condições da operação).

---

Em outubro de 2009, a empresa JBS divulgou fato relevante informando a criação de um Comitê Especial Independente, seguindo o Parecer de Orientação nº 35, para os estudos visando à unificação das operações da Bertin S.A e da JBS. O Comitê Especial Independente foi, de acordo com a companhia, composto por não-administradores da companhia, todos independentes, porém um dos três nomes indicados havia sido eleito em 2007 para compor o Conselho de Administração da JBS por indicação do BNDESPAR – que fazia parte do Acordo de Acionistas. Logo, podemos considerar que um destes membros não tinha a real independência exigida pelo parecer em questão, pois estava claramente vinculado.

Em junho de 2009, a empresa Perdigão S.A. divulgou em Comunicado ao Mercado, a formação de um Comitê Especial Independente para analisar a relação de substituição da incorporação de ações dos demais acionistas da Sadia, na operação do Acordo de Associação celebrado entre Sadia e Perdigão. Os membros indicados pela Perdigão foram considerados pela companhia, em seu comunicado ao mercado, como sendo os dois primeiros membros independentes do conselho de administração e o terceiro diretor desvinculado. No entanto, os dois primeiros membros do conselho de administração foram eleitos por acionistas vinculados ao Acordo de Acionistas, acordo este que deixa claro que os membros eleitos deverão seguir o que foi decidido nas Reuniões Prévias. Logo, ambos os membros não podem ser considerados independentes.

Adicionalmente, o termo utilizado pela Companhia em fato relevante sobre a relação de troca acordada dizia: “deverá ser confirmada pelos comitês.” no entanto, conforme respondido pela CVM em uma manifestação posterior ao fato relevante divulgado: “ O Comitê especial em questão deve ser constituído para: negociar a operação”. Criar um comitê apenas para confirmar o acerto previamente feito desvirtua completamente as finalidades de



---

tal órgão, dando margem a questionamentos com base nos artigos 155 a 157 da LSA, que tratam de deveres de informação e lealdade do administrador.

Recentemente tivemos o emblemático caso da Brasil Telecom em que, entre vários outros questionamentos, tivemos uma manifestação de voto do conselheiro de Administração da Companhia Sr. João Carlos de Almeida Gaspar (“Gaspar”), manifestação esta que foi anexada à Ata da Reunião Extraordinária do Conselho de Administração, realizada em 17 de agosto de 2011 e no anexo I deste trabalho, onde o conselheiro deixou claro que a estruturação da operação aparentou atender aos princípios legais do Parecer de Orientação nº 35 da CVM, porém a criação do Comitê Especial Independente não trouxe nenhum resultado diferente daqueles anteriormente “sugeridos” pelos controladores e pela administração no fato relevante datado de 14 de maio de 2011. Em sua manifestação de voto, Gaspar disse:

*“Em primeiro lugar, este Conselheiro não pode deixar de expressar seu desconforto com a forma de condução do processo de incorporação. Em que pese a reputação dos ilustres integrantes do Comitê Especial Independente, salvo evidência em sentido contrário não há como se afirmar que o processo tenha atingido os objetivos expressos no Parecer de Orientação CVM nº 35.....”*

*“Ocorre que, desde a edição do citado Parecer, em boa parte dos processos de incorporação, foram criados comitês especiais independentes que, novamente, a despeito da qualificação profissional de seus integrantes, acabaram não cumprindo seu papel de efetivos negociadores independentes dos termos das operações.”*

---

*“.....Não houve qualquer discussão dos membros do comitê com representantes de bases acionárias representativas, apenas com a própria administração da companhia que elegeu o comitê. As manifestações apresentadas por acionistas minoritários que há tempos acompanham a situação das companhias envolvidas com a intenção de auxiliar os trabalhos do Comitê sequer foram consideradas.”*

Sua manifestação ganhou repercussão em jornais, revistas, mas não foi suficiente para impedir a operação.

A questão da eleição de membros para o Comitê Especial Independente que não são efetivamente independentes gera distorções e acaba prejudicando os acionistas minoritários. Esse resultado é exatamente o contrário do intencionado pela CVM quando criou o Parecer de Orientação nº 35.

Neste caso em especial, a relação de troca “sugerida” pelos controladores e pela administração no anúncio do fato relevante, foi acatada pelo Comitê Especial Independente. O que deixa claro que o Comitê em questão não agiu conforme o exigido pelo PO35, na verdade o Comitê foi criado apenas para dar uma falsa impressão de que era uma operação nos moldes do PO35.

O parecer se destina a apresentar *recomendações* – e não comandos vinculativos. Do mesmo modo, como a própria CVM reconheceu e declarou, há outras maneiras de se realizar tais operações sem comprometer a observância dos deveres fiduciários dos administradores perante suas respectivas bases acionárias.

---

No entanto, a CVM há de reconhecer que, ao informar que a observância dos procedimentos contidos no parecer emprestará a uma operação presunção de atendimento aos preceitos legais aplicáveis, ela está criando uma espécie de certificação.

Uma vez criada a certificação, passa a ser fundamental o constante monitoramento das operações de incorporação e fusão anunciadas como dentro dos parâmetros do parecer, para evitar apropriação indevida do rótulo “Parecer de Orientação CVM nº 35”, o que levaria o público em geral a considerar tais operações como dotadas de um crivo que elas podem não ter.

---

iv. CAPÍTULO III: PROPOSTAS DE ALTERAÇÕES DO PARECER DE ORIENTAÇÃO Nº 35

O Parecer de Orientação nº 35 tentou trazer mais equidade e transparência às operações de fusão, incorporação e incorporação de ações. Porém, na prática, muitos problemas surgiram e o parecer mostrou-se ineficaz, conforme vimos no capítulo anterior.

Dito isto, aproveito para sugerir algumas propostas de revisão do PO 35 visando aprimorá-lo para gerar maior equidade e proteção a acionistas, administradores de companhias abertas e às próprias companhias abertas.

I. Impedimento do voto do Controlador por conflito de interesses.

Este ponto se aplicaria às assembleias cujo objeto seja a aprovação das operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum por conta do seu flagrante conflito de interesses.

II. Necessidade de previsão da hipótese de contra-laudo, nos moldes da regulação do fechamento de capital (art. 4º-A da Lei 6404/76) em caso de voto do controlador.

Em existindo manifestação do controlador nas Assembleias Gerais que aprovem as operações societárias tratadas pelo PO 35, há necessidade de ser adotado procedimento semelhante ao do fechamento de capital, para assegurar aos minoritários o direito de requerer nova avaliação do valor da companhia e, assim, evitar distorções na relação de troca de ações em operações de incorporação de controlada/controladora.

---

III. O Comitê Especial deve contar com a participação obrigatória de pelo menos um membro indicado pelos acionistas minoritários, que ocuparia uma das vagas garantidas aos independentes, como forma de assegurar uma maior equidade nas negociações e transparência quanto aos procedimentos adotados.

IV. Obrigatoriedade da implementação da Assembléia Geral Especial dos acionistas minoritários recomendada pela CVM no próprio PO 35. Atualmente o PO 35 diz:

*“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.” (marcação minha).*

O item i é o mais utilizado. Porém, na prática, ele não funciona. Os comitês especiais se julgam independentes, porém, como vimos nos vários exemplos citados no capítulo anterior, essa independência é questionável.

---

O item ii permitiria aos minoritários a defesa de seus direitos, pois a aprovação da operação estaria condicionada à aprovação destes. Logo, operações com abuso por parte dos acionistas controladores não seriam concretizadas. Mas, até o momento, não vi nenhuma operação que efetivamente tenha utilizado este dispositivo. Esta foi, inclusive, uma reivindicação da AMEC (Associação de Investidores no Mercado de Capitais).

Outro ponto, também levantado pela AMEC, foi a obrigatoriedade da presença do Conselho Fiscal em casos de fusão e incorporação. Nas palavras do presidente da AMEC, Edison Garcia: “Pela lei, o conselho fiscal tem a obrigação de fiscalizar todos os atos da companhia.”

V. Exigir dos membros do Comitê Especial uma declaração onde o membro seria obrigado a informar quem o elegeu para o cargo em questão, se fez algum trabalho na companhia em questão nos últimos anos ou em alguma de suas concorrentes, se possui algum tipo (qualquer tipo) de vínculo com o controlador ou com pessoas ligadas a este. Seria uma forma de obrigar os membros a assinar uma declaração formal em que se declaram independentes – e assumem responsabilidades relacionadas a isso.

Este documento seria registrado e ficaria à disposição dos acionistas. O objetivo em questão seria impedir que membros que se dizem independentes – mas na prática não são – assumam cargos de Conselheiros Independentes nos Comitês Especiais.

A sugestão acima tenta reduzir essa ineficiência exigindo dos membros que declarem sua independência, porém, para que realmente funcione, seria necessária uma supervisão e uma pré-aprovação por parte da CVM.

---

As cinco sugestões acima trariam de volta uma maior credibilidade do mercado em relação ao parecer em questão. O mercado sabe que o formato atual do PO 35 deixa brechas para os controladores usarem apenas o que lhes interessa – o que, na maioria das vezes, não é o melhor para a companhia nem o melhor para os demais acionistas. A consequência disso – temos visto no dia-a-dia – são operações com relações de troca injustas e condições não eqüitativas, o que gera insegurança no mercado, tanto para o investidor local quanto para o estrangeiro.

---

v. CONCLUSÃO: O QUE ESPERAR DO MERCADO DE CAPITAIS EM CASOS DE OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS

A CVM precisa rever o PO 35 e alterá-lo para que funcione na prática, para que as novas idéias e boas intenções trazidas pelo parecer realmente sejam aplicadas e, com isso, a CVM atinja seu objetivo – que é maior equidade e transparência.

Além de uma revisão no documento, a CVM precisa fiscalizar as operações mais de perto, para evitar que práticas como as que temos visto no mercado voltem a acontecer.

Se houver alguma dúvida, por menor que seja, em relação à independência dos membros do Comitê Independente, é essencial que os minoritários tenham poder de veto à indicação desses membros. Caso essa opção não seja dada, é preciso que seja assegurado um assento aos representantes dos minoritários neste comitê.

É extremamente importante que o minoritário consiga, efetivamente, impedir o voto do controlador em situações de abuso de poder. O próprio artigo 117 da Lei das S.A. determina que o acionista controlador seja responsável pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. Porém, na prática, esse artigo não é respeitado e não há nenhuma punição àqueles que o desrespeitam.

Adicionalmente, os administradores precisam ser severamente punidos quando constatado que agiram em prol do controlador ou em benefício próprio – em detrimento dos interesses da companhia. Os deveres e responsabilidades dos administradores estão definidos nos artigos 153 a 158 da Lei de Sociedades Anônimas e, de acordo com a Lei, estes precisam agir sempre em prol dos interesses da companhia.



---

Caso não haja alteração do PO 35, surgirão inúmeras operações como as que temos visto, em detrimento do acionista minoritário. A consequência será que estes acionistas vão rever seus investimentos e decidirão não adquirir posições em empresas que possuam controladas, controladoras ou sociedades sob controle comum. Eles não vão se expor ao risco de serem, mais uma vez, prejudicados.

Neste cenário, haverá prejuízo ao mercado de capitais como um todo, pois empresas com esta estrutura societária serão prejudicadas em termos de liquidez e terão seu valor depreciado em função do desmonte de posições por parte dos minoritários. Em algum momento, os minoritários deixarão de adquirir ativos cujos riscos atrelados a uma possível reestruturação societária serão tão altos que o possível retorno ao longo do tempo não será compensador.

Os minoritários percebem que há companhias com controle definido cujos controladores têm poder de tomada de decisão em função, unicamente, de benefício próprio, em prejuízo dos minoritários e da própria companhia. Eles percebem que esses controladores exercem seu poder de decisão mesmo contrariando a Lei das S.A. e não são julgados, fiscalizados, nem impedidos – tendo total incentivo a continuar com essa prática ilegal.

Será um verdadeiro retrocesso.

Nos últimos anos tivemos avanços em termos de governança corporativa – mas ainda há muito a ser feito.

Falta “poder de polícia”, durante e após os julgamentos, falta a imposição de multas relevantes para mostrar que as leis são feitas para serem cumpridas. A imposição de multas relevantes trará de volta o respeito por parte das companhias e, conseqüentemente, trará maior credibilidade ao mercado.

---

É muito importante que a regulamentação esteja de acordo com a realidade do mercado e, para isso, a CVM precisa interagir, ouvir, discutir e entender exatamente as demandas e brechas do mercado de capitais. Para isso, a CVM precisa se aproximar de entidades auto-reguladoras (ANBIMA), associações (AMEC) etc.

Precisamos ter instrumentos efetivos que permitam que os investidores controlem a atuação oportunista dos controladores e administradores. Quem nos dará esses instrumentos será a CVM. Porém, além da reguladora (CVM), existem entidades auto-regulatórias, como a ANBIMA, associações sérias como a AMEC, que fazem um trabalho muito importante no lado da governança, da defesa dos interesses dos minoritários e de todo o mercado. Estas organizações podem ajudar muito no trabalho que a CVM tem pela frente.

O PO 35 e as práticas que o cercam devem ser aprimorados de forma a dar mais segurança e coibir práticas não-equitativas ou que suprimam direitos dos minoritários. A proteção da credibilidade no mercado de capitais brasileiro é fundamental.

---

vi. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de F. **Mercado de Capitais Regime Jurídico**. 3ª. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 12ª. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes. **Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1º de Setembro de 2008**. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/port/infos/pare035comunicado.asp>> e Acesso em: (25 de outubro de 2011).>

DIAS, Luciana. **Relatório de Análise ADM Audiência Pública 2/2008**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/pare035relatorio.pdf> > a Acesso em: (18 de janeiro de 2012).>

AMEC (Associação de investidores no mercado de capitais). Relatório da Administração 2011, página 21 – legislação, texto: “ AMEC pede à CVM mudança no Parecer de Orientação nº 35”.

A Global Corporate Governance Forum Publication nº 22: “**Corporate Governance in Emerging Markets: Why it Matters to Investors – and What They Can Do About It**”, Private Sector Opinion, autores: Melsa Aratat and George Dallas

A Global Corporate Governance Forum Publication nº 20: “**Does More Power for Shareholders Undermine Board Stewardship?**” Private Sector Opinion, autor: Peter Dey

Lei de Sociedades Anônimas. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Editora Saraiva, 9ª edição, atualizada e ampliada 2006.

Pinto, Marcos. **Memorando**. Data: 30 de maio de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5995-0.htm> > a Acesso em: (25 de outubro de 2012).>

- 
- vii. ANEXO – 1: ATA REUNIÃO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO BRASIL TELECOM COM MANIFESTAÇÃO DE VOTO GASPAR.