



PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 35, DE 1º DE SETEMBRO DE 2008.

Deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

1. Objeto deste Parecer de Orientação

As operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum exigem atenção especial. Nessas operações, como ressaltava a Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, não existem “duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia”. É considerável, por conseguinte, o risco de que a relação de troca de ações na operação não seja comutativa.

Nesse contexto, os administradores da companhia controlada, ou de ambas as companhias sob controle comum, têm uma função relevante a cumprir. Na sistemática da Lei nº 6.404, de 1976, cabe a eles negociar o protocolo de incorporação ou fusão que será submetido à aprovação da assembleia geral. Ao negociar o protocolo, os administradores devem cumprir os deveres fiduciários que a lei lhes atribui, defendendo os interesses da companhia que administram e de seus acionistas, assegurando a fixação de uma relação de troca equitativa.

Este parecer procura dar concretude a esses deveres. Por meio dele, a CVM pretende recomendar aos administradores de companhias abertas que observem determinados procedimentos durante a negociação de operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. Na visão da CVM, esses procedimentos tendem a propiciar o cumprimento das disposições da legislação societária a respeito dessa matéria.

2. Incidência dos Deveres Fiduciários

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, deixando claro que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto nessas operações. Também é pacífico nesta autarquia o entendimento de que a relação de troca das ações pode ser livremente negociada pelos administradores, segundo os critérios que lhes pareçam mais adequados.

Todavia, é também pacífico nesta autarquia o entendimento de que o regime especial previsto no art. 264 não afasta a aplicação dos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 1976, como demonstram diversos precedentes. Portanto, ao negociar uma operação de fusão, incorporação ou incorporação de ações, os administradores devem agir com diligência e lealdade à companhia que administram, zelando para que a relação de troca e demais condições do negócio observem condições estritamente comutativas.



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 35, DE 1º DE SETEMBRO DE 2008.

3. Concretização dos Deveres Fiduciários

A Lei nº 6.404, de 1976, estabeleceu os deveres fiduciários dos administradores de forma abstrata, fixando padrões gerais de conduta que precisam ser especificados diante de situações concretas. Por meio deste parecer, a CVM pretende dar concretude a esses deveres em um contexto específico, orientando os administradores de companhias abertas a respeito de procedimentos a serem seguidos nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

O art. 154 da Lei nº 6.404, de 1976, prevê que 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”. Da mesma forma, o art. 155 determina que o administrador deve “lealdade à companhia” e não a terceiros. Portanto, os administradores das controladas devem negociar as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações em benefício de todos os seus acionistas e não apenas do controlador.

Já o art. 153 da lei disciplina a forma como os administradores devem buscar essa finalidade: com “o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos próprios negócios”. Por conseguinte, os administradores das controladas devem negociar as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações com a mesma prudência, cautela e, sobretudo, empenho que negociariam uma operação similar envolvendo uma empresa da qual fossem os únicos proprietários.

Por fim, o art. 245 da Lei nº 6.404, de 1976 determina que o administrador deve zelar para que as operações envolvendo sociedades coligadas, controladora ou controlada, “observem condições estritamente comutativas”. Isso significa, no contexto das operações de fusão, incorporação e incorporação de ações, que os administradores devem negociar uma relação de troca de ações equitativa para os acionistas de ambas as companhias, refletindo o valor de cada uma delas e repartindo entre elas os potenciais ganhos obtidos com a operação.

A CVM entende que, para cumprir com seus deveres e alcançar os resultados esperados pela Lei nº 6.404, de 1976, os administradores de companhias abertas devem instituir procedimentos e tomar todas as medidas necessárias para que a relação de troca e demais condições da operação sejam negociados de maneira independente. Um processo de negociação independente tende a propiciar a comutatividade da operação e a demonstrar o cumprimento dos deveres fiduciários previstos em lei.

Nesse sentido, a CVM entende que os administradores das companhias abertas controladas ou, no caso de companhias sob controle comum, de ambas as companhias, devem adotar os seguintes procedimentos nas operações de que trata o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976:

- i) a relação de troca e demais termos e condições da operação devem ser objeto de negociações efetivas entre as partes na operação;
- ii) o início das negociações deve ser divulgado ao mercado imediatamente, como fato relevante, a menos que o interesse social exija que a operação seja mantida em sigilo;
- iii) os administradores devem buscar negociar a melhor relação de troca e os melhores termos e



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 35, DE 1º DE SETEMBRO DE 2008.

condições possíveis para os acionistas da companhia;

- iv) os administradores devem obter todas as informações necessárias para desempenhar sua função;
- v) os administradores devem ter tempo suficiente para desempenhar sua função;
- vi) as deliberações e negociações devem ser devidamente documentadas, para posterior averiguação;
- vii) os administradores devem considerar a necessidade ou conveniência de contratar assessores jurídicos e financeiros;
- viii) os administradores devem se assegurar de que os assessores contratados sejam independentes em relação ao controlador e remunerados adequadamente, pela companhia;
- ix) os trabalhos dos assessores contratados devem ser devidamente supervisionados;
- x) eventuais avaliações produzidas pelos assessores devem ser devidamente fundamentadas e os respectivos critérios, especificados;
- xi) os administradores devem considerar a possibilidade de adoção de formas alternativas para conclusão da operação, como ofertas de aquisição ou de permuta de ações;
- xii) os administradores devem rejeitar a operação caso a relação de troca e os demais termos e condições propostos sejam insatisfatórios;
- xiii) a decisão final dos administradores sobre a matéria, depois de analisá-la com lealdade à companhia e com a diligência exigida pela lei, deve ser devidamente fundamentada e documentada; e
- xiv) todos os documentos que embasaram a decisão dos administradores devem ser colocados à disposição dos acionistas, na forma do art. 3º da Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999.

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.

Na formação do comitê especial independente acima referido, a CVM recomenda a adoção de uma das seguintes alternativas:

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



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 35, DE 1º DE SETEMBRO DE 2008.

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.

A independência dos membros do comitê especial não pode ser determinada de antemão, devendo ser examinada a cada caso. De qualquer modo, a CVM presumirá a independência, salvo demonstração em contrário, de pessoas que atendam à definição de “conselheiro independente” prevista no Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo.

4. Aplicação e Efeitos deste Parecer

A CVM entende que os procedimentos acima descritos são formas adequadas de dar cumprimento aos deveres fiduciários dos administradores previstos nos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 1976. Todavia, os procedimentos descritos neste parecer não são exclusivos nem exaustivos. No exercício de sua competência fiscalizadora e punitiva, a CVM poderá admitir a utilização de outros modos de cumprimento dos deveres legais.

Na aplicação deste parecer, a CVM observará, quando aplicável, o art. 2º, parágrafo único, XIII da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, que veda a incidência retroativa de nova interpretação.

Aprovado pelo Colegiado em reunião do dia 26 de agosto de 2008.

Original assinado por

MARIA HELENA DOS SANTOS FERNANDES DE SANTANA
Presidente