

Assunto: Reconsideração de Decisão do Colegiado – Incorporação de ações de TCOC – Tele Centro Oeste Celular por TCP – Telesp Celular Participações

Recorrente: Banco Pactual S/A e outros

Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro

RELATÓRIO

Trata-se de pedido de reconsideração de decisão do Colegiado proferida na reunião de 12/08/2003, quando foi estabelecido, acerca da operação em epígrafe, que:

"...a matéria carece de maior aprofundamento, dado que os elementos que instruem os processos em exame são insuficientes para formar-se uma convicção plena sobre o teor das reclamações impetradas.

...tendo em vista a delegação de competência à SGE para determinar a instauração de inquérito administrativo, conforme estabelecido pela Deliberação CVM nº 457/2002, ...cabe àquela área, em princípio, a análise da conveniência e oportunidade de instauração do referido procedimento administrativo.

Quanto à proposta de sobrestamento da operação, ...tanto a SEP quanto a PFE concordam que a ilicitude vislumbrada pelos reclamantes carece de maior dilação probatória, tanto que indicam, como via mais adequada à apuração dos fatos a ela relativos, o inquérito administrativo, e não o termo de acusação (...).

Por isto, ...se não há indícios aptos a referendar, de pronto, uma acusação, estes também nos faltam para justificar uma determinação de suspensão da operação, o que, de igual forma, demandaria, no mínimo, mais robustos elementos de convicção.

...o *caput* do parágrafo 1º do art. 9º da Lei 6.385/76 fala em "situação anormal de mercado" e seu inciso IV se refere a "atos prejudiciais" ao funcionamento regular do mercado.

Essa anormalidade e esse prejuízo precisam estar devidamente caracterizados para que seja possível à CVM lançar mão dos poderes que tal dispositivo lhe confere.

Ademais, dado que, à luz dos autos, a AGE para a aprovação da incorporação de ações sequer foi convocada, o *perigo da demora*, imprescindível para que se fundamente uma medida dessa natureza, também não estaria caracterizado.

Considerados esses aspectos, ...que a CVM determine a cada uma das companhias envolvidas (TCO e TCP) a publicação imediata de novo fato relevante apresentando, detalhadamente:

- i. **o critério e as razões que fundamentaram**, na pretendida incorporação de ações da Tele Centro Oeste Celular Participações S/A pela Telesp Celular Participações S/A, **a relação de troca divulgada em fato relevante de 16 de janeiro de 2003**; e
- ii. o cálculo da relação de substituição segundo o patrimônio de ambas as companhias avaliados a preço de mercado e segundo os mesmos critérios.

Além disso, **dado o lapso de tempo decorrido desde o anúncio da operação até a presente data**, tendo ocorrido mudanças significativas na economia nacional e, muito provavelmente, na situação patrimonial das aludidas companhias, **...devem as empresas envolvidas** (TCO e TCP) **manifestar-se acerca da continuidade da operação**, em especial sobre a efetivação da pretendida incorporação e **manutenção da relação de troca já divulgada**, considerando, inclusive, a liquidação das debêntures na data de seu vencimento" – grifei.

Com efeito, em 21 de agosto último, TCO e TCP publicaram Fato Relevante, de onde se destacam as seguintes passagens:

"1. A TCP confirma sua intenção de realizar a Incorporação de Ações, nos termos do anúncio de fato relevante divulgado em 16 de janeiro de 2003. A Relação de Substituição, conforme anteriormente divulgada, será de 1,27 ação da TCP para cada ação da TCO.

2. A Relação de Substituição foi calculada com base nas cotações de ações da TCO e da TCP, acrescidas de um prêmio para a cotação das ações da TCO (equivalente a 15% acima da relação de substituição calculada com base na média da cotação de tais ações, nos 30 dias anteriores à data em que a Relação de Substituição foi divulgada.

3. A TCP entende que a cotação de mercado é o critério adequado para determinar a Relação de Substituição. Esse entendimento encontra fundamento em posicionamentos anteriores da CVM, como se depreende do Parecer de Orientação CVM n. 1.

4. Em particular, a TCP entende, também, que a cotação das ações da TCO não estava distorcida no período utilizado para a determinação da Relação de Substituição, pelos seguintes motivos:

(i) Desde o início da negociação independente das ações da TCO e da TCP, e em qualquer outro período representativo que seja utilizado para análise, a valorização das ações de emissão da TCO excedeu substancialmente aquela obtida pelas ações de emissão da TCP ou pelo índice IBOVESPA. Note-se que, eventual queda temporária da cotação das ações da TCO em função da aquisição de debêntures da antiga controladora ("Debêntures"), conforme fatos relevantes de 05 de julho e de 14 de agosto, ambos de 2002, foi integralmente compensada em períodos subsequentes. Essa afirmação é comprovada com base na valorização da cotação das ações da TCO nos períodos compreendidos entre os dias anteriores aos dois fatos relevantes acerca das Debêntures e o fato relevante divulgando a Incorporação de Ações, que excedeu a 50%, enquanto a valorização das ações da TCP e do índice IBOVESPA foi, nos mesmos períodos, inferior a 30%.

(ii) Desde o início da negociação em separado das ações da TCO e da TCP, a Relação de Substituição é superior à

mais benéfica relação de substituição de ações TCO por ações TCP apurada com base na cotação de mercado.

5. Independentemente do critério e das justificativas acima mencionadas, é de se notar que, nos termos do artigo 30 do estatuto social da TCP, a aprovação da Incorporação de Ações deve ser "precedida de análise econômico-financeira por empresa independente de renome internacional, confirmando estar sendo dado tratamento equitativo a todas as sociedades interessadas, cujos acionistas terão amplo acesso ao relatório da citada análise". Portanto, **além de ter sido fixada com base na cotação de mercado, a Relação de Substituição deverá, necessariamente, estar amparada em análise a ser preparada por empresa independente de renome internacional, que incluirá, inclusive, o fluxo de caixa descontado.**

6. De acordo com a legislação em vigor, **a Incorporação de Ações só poderá ser realizada após o encerramento da oferta pública de aquisição de ações ordinárias de emissão da TCO**, atualmente em processo de registro na CVM, **quando, então, serão preparados (i) a análise econômico-financeira acima referida, (ii) os laudos de avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado e (iii) o laudo de avaliação do patrimônio líquido contábil da TCO.**

(...)"

No pedido de reconsideração em exame, o recorrente reitera dois dos pedidos formulados na reclamação referida na decisão acima transcrita, quais sejam (fls. 175 do Processo CVM RJ 2003/4676 - Processo 1):

- a. **"que a CVM, com fulcro no art. 9º, § 1º, inciso IV, da Lei n.º 6.385/76 determine que a TCP se abstenha de levar adiante a incorporação das ações preferenciais de emissão da TCO, sob pena de multa, uma vez que a referida operação encontra-se viciada pela conduta manipuladora da TCP;**
- b. **que a CVM, com fulcro no art. 9º, (§ 1º), inciso IV, da Lei n.º 6.385/76 determine que a TCP e a TCO publiquem anúncio de fato relevante, comunicando ao mercado o cancelamento da operação de incorporação das ações da segunda companhia, tendo em vista ordem expressa desta autarquia"** – grifei e sublinhei.

Visando fundamentar tal pedido, o recorrente aponta uma *intempestividade* das informações contidas no Fato Relevante de 22/08, indica *efeitos da má governança* do controlador da TCO nas cotações dos papéis dessa empresa em período proximamente anterior ao Fato Relevante que divulgou a questionada relação de troca; afirma a inadequação do critério de fixação da relação de substituição entre as ações de TCO e TCP divulgado e, ao final, apresenta seu entendimento acerca "*da necessidade de imediata intervenção reparadora da CVM*", enfatizando que seu pedido "*se afigura como única alternativa hábil para evitar a perpetuação de uma situação anormal de mercado*", consubstanciada na negociação, na Bolsa de Valores de São Paulo, de ativo (TCOC4) a **preços claramente manipulados**" – grifei.

Dentre os suportes de sua afirmação, o recorrente elege, e cuida de transcrever, longo trecho do posicionamento da SEP acerca da questão, inclusive a parte em que sua titular, a Dra. Elizabeth Machado, firmou que "*a forma como a operação foi divulgada ao mercado, no nosso entendimento, s.m.j., constitui indício de manipulação de preço, ou mesmo de criação de condições artificiais de demanda*" (...) – fls. 185 do Processo 1 - grifei.

O recorrente, por fim, enfatiza que "*para o exercício dos poderes estatuídos no art. 9º, § 1º (da Lei 6.385/76), no caso objeto do presente processo, é preciso tratar a questão não sob o enfoque da operação societária envolvida, mas sim sob o aspecto dos efeitos da informação disponível incidentes sobre o mercado*" – grifei.

Assim, a mera informação com qual o mercado está trabalhando – oficial, diga-se de passagem, já que de responsabilidade da nova controladora da TCO – de que a operação de incorporação de ações irá realizar-se nas condições divulgadas, **é bastante, em si própria, para manter a artificialidade do mercado**, pouco importando o momento em que se realizará a Assembléia Geral Extraordinária, ou mesmo o momento de sua convocação" .

Por fim, a PFE se manifesta sobre o pedido de reconsideração afirmando que "*embora reconheça que a informação constante no fato relevante divulgado no dia 16 de janeiro p.p. possa estar influenciando de forma negativa a quotação das PN, continuo achando que a paralisação da futura incorporação das ações seja medida desproporcional e, de conseqüente, ilegítima.*

Os efeitos malévolos, se existentes, da divulgação da aludida informação devem ser apurados em processo administrativo, quando todos os instrumentos legais para demonstrar o possível ilícito poderão ser usados".

Encerrando suas considerações, a PFE afirma: "*considerando que o laudo apresentado (referindo-se aos fundamentos da relação de troca entre as ações de TCO e TCP divulgada em 16 de janeiro) não mais reflete as condições de mercado, haja vista o tempo decorrido entre sua divulgação e a futura incorporação de ações, a CVM deveria renovar a recomendação para que a TCP contratasse outro laudo de avaliação e divulgasse essa decisão por fato relevante".*

É o Relatório.

VOTO

I – Apreciação do Pedido de Reconsideração

O pedido de reconsideração de decisão do Colegiado é previsto no inciso VII da Deliberação CVM nº 463, de 25 de julho de 2003, que estabelece:

"IX - A requerimento de membro do Colegiado, do Superintendente que houver proferido a decisão recorrida, ou do próprio recorrente, o Colegiado apreciará a alegação de existência de erro, omissão, obscuridade ou inexatidões materiais na decisão, contradição entre a decisão e os seus fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, corrigindo-os se for o caso, sendo o requerimento encaminhado ao Diretor que tiver redigido o voto vencedor no exame do recurso, no mesmo prazo previsto no item I, e por ele submetido ao Colegiado para deliberação.

O pedido em exame, contudo, não aponta na decisão recorrida quaisquer das hipóteses que tornariam possível sua reconsideração, quais sejam: erro, omissão, obscuridade ou inexatidões materiais na decisão; contradição entre a decisão e seus fundamentos ou, ainda, dúvida na sua conclusão.

O pleito do recorrente serviu, no entanto, para reafirmar seu entendimento de que a divulgação da relação de troca entre ações de TCP e TCO na operação de incorporação de ações pretendida pelas companhias teria configurado "*clara manipulação de preços*", "*situação anormal de mercado*" ou mesmo "*manutenção da artificialidade do mercado*", segundo os termos do próprio pedido.

É de se notar, porém, que mesmo o posicionamento da SEP, em que se baseia o recorrente, não partilha da certeza absoluta que este exara acerca da existência das irregularidades.

Tanto que o trecho da manifestação da SEP transcrito pelo recorrente se refere a "**indícios**" de manipulação, e a incertezas quanto à tipificação da irregularidade respectiva, o que é reiterado na manifestação da SEP quando da propositura da instauração de inquérito administrativo (fls. 244).

Os mencionados indícios de manipulação foram, sim, aptos a fundamentar a instauração, em 13 de agosto de 2003, do Inquérito Administrativo CVM nº 22/03, "*para apurar eventuais irregularidades relacionadas com a pretendida operação de incorporação de ações de emissão da Tele Centro Oeste Celular Participações S/A pela Telesp Celular Participações S/A*", conforme dispõe a Portaria/CVM/SGE/nº 106/2003.

Outrossim, como já detalhadamente explanado na decisão anterior, seriam necessários, desde logo, robustos elementos de convicção acerca da real ocorrência de manipulação – que, diga-se, é um tipo de ilícito que tem como elemento essencial o dolo - para justificar-se medidas do porte da requerida pelo recorrente, elementos estes que poderão vir à luz pela via do inquérito administrativo recém instaurado, como também reconhece a PFE.

II – Apreciação dos termos do Fato Relevante

Muito embora o pedido de reconsideração não tenha trazido novos elementos ao caso, este foi brindado com informações novas justamente pelo fato relevante publicado em 21 de agosto. Nele constam informações esclarecedoras acerca da relação de troca entre os papéis TCO e TCP.

A primeira consideração a ser feita diz respeito à seguinte afirmação colhida no item 3 do tal fato relevante: "*A TCP entende que a cotação de mercado é o critério adequado para determinar a Relação de Substituição. Esse entendimento encontra fundamento em posicionamentos anteriores da CVM, como se depreende do Parecer de Orientação nº 1*".

Ora, o Parecer de Orientação CVM nº 1, editado em 27 de setembro de 1978, declara em sua ementa ser uma "*inteligência do art. 170, § 1º da Lei 6.404/76 – Preço de emissão de novas ações fixado em função do 'valor econômico' da ação – hipótese de diluição 'justificada' da participação dos antigos acionistas*".

O dispositivo legal mencionado, por sua vez, estabelece:

"Aumento Mediante Subscrição de Ações

Art. 170. Depois de realizados três quartos, no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

*§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, **alternativa ou conjuntamente**:*

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

(...)" – grifou-se.

Desse dispositivo se depreende que a cotação das ações em bolsa é um dos 3 critérios que a Lei indica como aptos a fundamentar o preço de emissão de ações a serem subscritas numa operação de aumento de capital.

Tais critérios, a própria Lei dispõe, poderão ser aplicados "alternativa ou conjuntamente", buscando-se sempre evitar a "diluição injustificada da participação dos antigos acionistas".

Tal leitura nos leva a crer que o objetivo do mencionado Parecer, citado pela TCP como "*fundamento da escolha da cotação de mercado como o critério adequado para determinar a Relação de Substituição*" não era exatamente "fundamentar escolhas de relações de substituição em incorporações de ações", mas apenas evitar a diluição injustificada da participação de antigos acionistas numa operação de aumento de capital por subscrição de novas ações.

É certo, no entanto, que a incorporação de ações pretendida ensejará um aumento de capital com emissão de ações novas da TCP, a serem trocadas por ações da TCO.

Os recorrentes não questionam, porém, a adequação da cotação média em bolsa, nos 30 dias anteriores à divulgação, como critério para aferimento do preço das ações da TCP, mas sim da TCO, dado que tal cotação estaria negativamente influenciada pela subscrição, pela TCO, de debêntures emitidos por sua controladora em volume considerável.

Tal questionamento equivaleria a entender que a referida cotação de TCO não refletiria o valor econômico das ações dessa empresa no momento em que foi divulgada a relação de troca, e tampouco agora, passados quase 9 meses da divulgação.

A TCP, por sua vez, afirmou entender "*que a cotação das ações de TCO não estava distorcida no período utilizado para a determinação da Relação de Substituição*", isto porque "*a valorização das ações de emissão da TCO excedeu substancialmente aquela obtida pelas ações de emissão de TCP ou pelo IBOVESPA*", concluindo, em razão disso, que "*eventual queda temporária da cotação das ações da TCO em função da aquisição de debêntures da antiga controladora ...foi integralmente compensada em períodos subseqüentes*".

Sem adentrar o exame da influência da operação com debêntures da controladora sobre a cotação de TCO, entendo que, no caso de tal operação ter influenciado negativamente tal cotação, não será o fato destas terem sido objeto de ulterior valorização que irá garantir que a dita influência negativa tenha sido eliminada, ou mesmo reduzida. Tais estimativas, contudo, dependem de estudos que entendo escaparem ao escopo do presente voto.

O fato é que, independentemente de as cotações de TCO utilizadas para embasar a relação de troca divulgada em janeiro estarem ou não viesadas, para uma operação que ainda não ocorreu estas ficaram demasiado antigas.

Ora, a cotação de mercado pode ser ótimo critério para se chegar ao valor econômico de uma ação, principalmente quando esta goza de boa liquidez. Contudo, não há como se justificar a busca de tal valor econômico em cotações observadas em período que, distanciando-se cada vez mais da data em que se efetivará a operação, tornou-se remoto.

E aqui não há que se tomar como justificativa a demora na realização da operação por motivos alheios à vontade das companhias. Independentemente do motivo do atraso, a relação de troca divulgada tende a não mais refletir a realidade do momento em que será aplicada, dado que aferida muito tempo antes.

Ademais, conforme alegam os Reclamantes, após a divulgação do fato relevante de 16 de janeiro de 2003, os negócios com ações da TCO passaram a ter como referência o valor das ações de TCP, considerando-se a relação de troca então anunciada para a operação de incorporação de ações de TCO por TCP que será levada a efeito.

Nesse passo, os negócios com ações de TCO encontram-se hoje inexoravelmente atrelados ao preço das ações de TCP, em face da iminência da referida operação de incorporação de ações. Observa-se, portanto, que, a partir da divulgação do sobredito fato relevante, o mercado passou a precificar as ações de TCO não mais em virtude de sua situação patrimonial e financeira ou dos fatos ocorridos na companhia, fazendo-o somente em razão de alterações na cotação das ações de TCP, de forma a manter seu preço ajustado a uma relação de troca anunciada há quase 10 meses atrás.

Assim, o critério utilizado na relação de substituição das ações, baseado no "valor de cotação", tornou-se imprestável pois, a partir da divulgação do fato relevante dando conhecimento da relação de troca das ações, a negociação das ações da TCO passou a ser correlacionada a um número de títulos da TCP, não refletindo necessariamente a situação econômico-financeira e patrimonial da companhia.

Interessante notar que uma leitura um pouco mais atenta do Fato Relevante de 21 de agosto indica que a própria TCP reconhece isto, ao afirmar que "**a Relação de Substituição deverá, necessariamente, estar amparada em análise a ser preparada por empresa independente de renome internacional, que incluirá, inclusive, o fluxo de caixa descontado**" e que **somente "após o encerramento da OPA de aquisição de ações ordinárias da TCO, atualmente em processo de registro na CVM"**, é que **"serão preparados (i) a análise econômico-financeira acima referida, (ii) os laudos de avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado e (iii) o laudo de avaliação do patrimônio líquido contábil da TCO"**.

Ora, **se a Relação de Substituição deverá se amparar em análises econômico-financeiras que ainda não se realizaram, não há como tê-la por definitiva**. Pensar diferente seria pressupor que a Companhia tem como antecipar os resultados de estudos que sequer foram feitos e, portanto, se têm seus resultados já pré-estabelecidos, são no mínimo dispensáveis.

Assim, sujeita a estudos futuros – como a própria TCP reconhece - e baseada em cotações do passado – como notório - não há razão para a companhia sustentar, ao menos nesse momento, que "*a Relação de Substituição, conforme anteriormente divulgada, será de 1,27 ação da TCP para cada ação da TCO*", como reafirma no indigitado Fato Relevante de 21/08/2003.

CONCLUSÃO

Pelo exposto no item I, reputamos não ser caso de determinar-se às Companhias que imediatamente interrompam ou cancelem a operação pretendida – note-se que o próprio reclamante reconhece que o defeito a ser corrigido não está na operação societária em si, mas nos efeitos que a precoce divulgação da relação de troca produziu no mercado.

Isto porque não há como se presumir que tal divulgação foi feita com o intuito de manipular o mercado, como propugna o recorrente. Tal questão já é objeto de inquérito que visa a apurar, dentre outras, a existência do dolo necessário à caracterização desse ilícito.

Por isto, proponho a manutenção da decisão do Colegiado de não sobrestar a operação.

Todavia, entendo que a relação de substituição das ações deverá estar amparada em outro critério de avaliação, tendo-se em vista, inclusive, os já mencionados estudos que ainda estão por ser realizados.

Assim, na convocação das assembleias para aprovação da incorporação de ações, deverão as companhias disponibilizar, de forma precisa e atualizada, as necessárias informações sobre o critério a ser adotado para a determinação da relação de substituição entre ações de TCO e TCP.

Finalmente, devem as companhias divulgar fato relevante acerca da matéria.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 07 de outubro de 2003

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor Relator