Processos CVM RJ2006/7204 e RJ2006/7213

Reg. Col. nº 5275/06

Interessados: Luiz Leonardo Cantidiano

Waldir Corrêa

Assunto: Parecer de Orientação 34/06

Relator: Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Relatório

01. Luiz Leonardo Cantidiano ("Consulente") fez duas perguntas sobre a aplicação do Parecer de Orientação 34/06 (" Parecer de Orientação 34/06") à reestruturação societária anunciada pela Tele Norte Leste Participações S.A. ("Companhia", "Reestruturação Societária" e " Consulta", respectivamente). A Consulta também contém uma série de críticas ao Parecer de Orientação 34/06.

02. A Consulta foi a mim distribuída, por dependência, dado que fui sorteado relator do Processo RJ2006/6785, que também era uma consulta sobre a aplicação do Parecer de Orientação 34/06 à Reestruturação Societária. Essa primeira consulta foi feita pela própria Companhia e foi respondida pelo Colegiado em 25.09.06 ("Consulta da Companhia").

03. A petição do Consulente contém, basicamente, as seguintes críticas:

> Critica #1 Inconveniência de parecer em tese sobre incorporação de ações ou de sociedades. *"[P]arece ser inconveniente a edição de parecer de orientação abordando, em tese, questões que – como ocorre em operação de incorporação de sociedade ou de ações - devem ser objeto de análise caso a caso, consideradas as circunstâncias peculiares a cada operação".*
>
> Crítica #2 Súbita mudança de posicionamento traz insegurança jurídica. *"[A] súbita e inesperada apresentação daquela opinião - que contraria o entendimento pretérito da autarquia sobre a matéria tratada no parecer, que persistia há longo tempo - traz uma insegurança jurídica a todos os seus participantes, de conseqüências ainda não avaliadas corretamente".* O entendimento pretérito da CVM sobre a matéria estaria consubstanciado nas decisões dos Processos RJ2000/6117 ("Caso Petrobrás BR") e RJ2001/11663 ("Caso Bunge"). Disse ainda o Consulente que a 'súbita mudança de posicionamento' foi feita *"sem que a autarquia tenha justificado as razões determinantes da mudança de entendimento, que deveria prevalecer, na medida em que a legislação aplicável permanece a mesma, além de causar enorme confusão no mercado, viola a lei".*
>
> Crítica #3. Benefício particular não configura impedimento de voto. *"[T]ambém deve ser ressaltado que a regra constante do artigo 115 da lei das sociedades por ações diz respeito, exclusivamente, a conflito de interesses do acionista em relação à companhia de que ele participe, assim como à obtenção, por um acionista (ou grupo deles) de um benefício particular frente à companhia de que é sócio; eventual conflito de interesses entre acionistas, bem como a suposta outorga de benefício a determinado grupo de acionistas, em detrimento de outro grupo deles, não pode configurar o impedimento de voto regulado pelo aludido dispositivo.*
>
> *Não fosse essa a correta interpretação do referido dispositivo legal, estariam, a toda hora, os acionistas da companhia impedidos de votar, isto porque, na quase generalidade dos casos, surgem situações em que há divergência entre os participantes da companhia quanto aos seus interesses particulares, podendo ser citada, como exemplo, deliberação (a) sobre distribuição de dividendos x retenção de lucros, (b) eleição de membros do Conselho de Administração, (c) fixação da remuneração a ser paga aos administradores da companhia e (d) incorporação de sociedades ou de ações, etc.*
>
> *O parecer de orientação CVM 34/06, ao abordar a questão, segue linha diversa, quando decide estarem impedidos de votar* ***todos os acionistas*** *titulares de ações ordinárias de emissão da sociedade a ser transformada em subsidiária integral (inclusive aqueles que não integram seu bloco de controle), liberando os titulares de ações preferenciais para manifestar suas vontades, quando da formação da vontade social,* ***como se eles (os titulares de ações preferenciais) não tivessem interesse próprio a preservar****"* (grifos do original).
>
> Crítica #4 Desconsideração do art. 264 da Lei 6.404/76. *"Sem pretender discutir os motivos determinantes da radical mudança de entendimento da CVM, e abstraída a circunstância de o eventual atendimento de qualquer daqueles interesses não prejudicar o interesse social, cumpre realçar que o artigo 264 da lei – que não está referido no Parecer 34/06 – trata especificamente da questão, apresentando um mecanismo que assegura proteção aos investidores de mercado naquelas operações de reestruturação societária de que participem sociedades sob controle comum de algum grupo de acionistas".*
>
> Crítica #5 Interrupção do processo de migração de companhias com controle concentrado para o Novo Mercado. *"Aspecto relevante, que também deve ser destacado, é a provável interrupção de um processo, que vinha sendo desenvolvido em mercado, de migração, de companhias com controle concentrado, para o Novo Mercado da Bovespa, processo esse que indubitavelmente favorecia o aperfeiçoamento das práticas de governança de nossas companhias, em benefício de todos: da própria companhia, de todos os seus acionistas (porque teriam suas ações negociadas a valores maiores em mercado) e do próprio*

mercado, em decorrência de uma indiscutível melhora do ambiente, estimulando outras companhias a adotar igual procedimento".

Crítica #6a Não reconhecimento da mais valia do controle. *"Considerando que, quando da migração para o Novo Mercado, inexiste alienação de ações integrantes do bloco de controle, e sim a abdicação, pelos atuais controladores, do poder de que são hoje titulares, é razoável fixar, quando da estruturação da operação, um preço que considere dito prêmio de controle, preço esse que será liquidado através do estabelecimento de uma relação de substituição que o contemple.*

Se assim não ocorresse, por certo que os atuais detentores do controle da companhia, que estarão abdicando daquele poder, para compartilhá-lo com os demais acionistas da companhia, estariam deixando de receber um valor justo de que, no futuro (quando concluída a reestruturação projetada), eles terão aberto mão.

Quando o acionista, que é detentor de um bloco de ações que lhe asseguram o controle da companhia, pretende alienar a terceiro as ações que integram o aludido bloco, é certo que ele estabelece um preço que, além de considerar o valor econômico da companhia (apurado por um dos critérios usualmente utilizados no mercado), também leve em conta o prêmio que é atribuído ao conjunto de ações que assegura, ao seu titular, o poder de comandar os destinos da companhia".

Crítica #6b Perda do direito de venda conjunto dos acionistas ordinários não controladores (Art. 254-A). *"Por igual razão, considerando que os acionistas ordinaristas minoritários, na hipótese de alienação do controle da companhia, fariam jus a receber 80% do valor que viesse a ser pago aos alienantes do controle, estes últimos decidiram fazer com que, concluída a reestruturação, os aludidos minoritários também sejam contemplados na relação de substituição"*.

Crítica #7 O Parecer de Orientação 34/06 é discriminatório com relação ao direito dos acionistas ordinários não controladores. *"Acresce que a orientação contida no Parecer 34/06 é extremamente discriminatória em relação aos acionistas minoritários, titulares de ações ordinárias, isto porque, a vigorar o que nele está previsto, apenas tais acionistas estarão impedidos de se manifestar sobre a relação de troca proposta, enquanto que os controladores a terão estabelecido e os titulares de ações preferenciais poderão manifestar suas vontades. Cabe indagar, portanto, o que terá levado a CVM a discriminar aquele grupo de acionistas, o único, no corpo social, que estará proibido de opinar sobre a relação de substituição de ações"*.

04. Imediatamente após concluir suas críticas, o Consulente faz as seguintes perguntas:

Pergunta #1 *"Se ficar demonstrado que a relação de troca estabelecida na citada operação está compatível com preços recentemente praticados em nosso país em transações de alienação de controle de empresas que atuam no mesmo setor em que atua a Telemar, a CVM considerará tal aspecto como sendo um critério objetivo para determinação da aludida relação?"*

Pergunta #2 *"Na eventualidade de as cotações de Telemar convergirem para a relação de troca anunciada – o que demonstraria uma aceitação dos agentes de mercado à proposta formulada pelos acionistas controladores – entenderia a CVM, neste caso, estar caracterizado um critério objetivo pelo fato de o mercado ter aceitado dita relação de troca?"* Para subsidiar essa pergunta, o Consulente lembra do Parecer de Orientação 01/78, que confere à cotação de ações muito negociadas prevalência sobre os demais critérios para fixação do preço de emissão. Ao final, ressalta o Consulente – aparentemente com relação à essa Pergunta #2 – que *"não obstante o Parecer de Orientação nº 34/06 ter sido editado em data posterior à do anúncio da operação pretendida pela Telemar, inexistindo, por conseguinte, qualquer garantia de que a mesma será aprovada, as cotações das ações têm constantemente convergido para as relações propostas"*.

05. Em 20.09.06, Waldir Corrêa (" Segundo Consulente") apresentou petição à CVM em que faz ponderações similares a algumas feitas pelo Consulente. Constou da consulta do Segundo Consulente:

"1) Compraram ou mantiveram posições de ON, pois entendiam que o diferencial de preço refletia: premio de controle, nova política de Dividendos, novo Conselho de Administração independente, afastamento dos atuais controladores, gestão profissional etc...

2) Após o comunicado pela empresa, houve negociação do papel durante um mês, e, o mercado precificou o papel, assim todos os "players" de mercado estavam atuando dentro destas regras do jogo.

3) Que a C.V.M. no passado deu parecer contrario ao atual, no caso da Telemar – sobre Contratos de Serviços de Terceiros e Assessoria.

4) Que o direito de voto esta estabelecido em lei, e, que uma Instrução da C.V.M. não pode se sobrepor a Lei.

5) Porque não foi feita uma Audiência Pública em um caso tão polemico, como sempre a C.V.M. procedeu.

6) Tivemos recentemente operação semelhantes: Perdigão e Embraer com pequena diluição, porem existiu).

7) Declaração na mídia do Dr. Cantidiano e do Dr. Luiz Sampaio, contra a instrução.

8) Declaração na mídia do Dr. Pedro Marcílio após ter acontecido a perda de 3 Bilhões (1.5 B de acionistas que nada tem a ver com o Controlador), que estaria preparado para discutir e analisar opiniões a respeito.

9) Porque os detentores de ações ordinárias e preferenciais não podem votar pelos preferenciais?".

É o relatório.

Voto.

Introdução

06. A petição do Consulente e a do Segundo Consulente oferecem excelentes oportunidades para que a CVM não só responda às críticas feitas ao Parecer de Orientação 34/06, mas, também, para mostrar o que orienta a sua política regulatória. Esses esclarecimentos podem reduzir a incerteza regulatória em situações ainda não apreciadas por esta Comissão.

07. Essa política regulatória não é visível a partir da leitura isolada de uma decisão. A melhor forma para visualizá-la é comparar casos pretéritos e analisar as suas diferenças e semelhanças jurídicas e econômicas.

08. As situações enfrentadas pela CVM nos últimos 10 anos que, parecem-me, podem ser comparadas à do Parecer de Orientação 34/06 são: (i) a edição da Instrução 319/99(1), (ii) o Caso Manah (Deliberação 345/00) (2), (iii) o Caso Petrobras BR(3), e (iv) o Caso TCP TCO (Processo RJ2003/12770)(4).

09. Outros casos interessantes são: (i) Caso Bunge (5), (ii) Caso Ceve (Processo 2003/5582)(6), e (iii) Caso Sudameris (Processo 2004/2274) (7).

10. Antes de analisar a atuação prévia da CVM, é conveniente compreender as diferentes estratégias de regulação de conflitos entre maioria e minoria acionária, em sociedades com controle definido, especialmente quando as ações da companhia são divididas em espécies e uma delas não possui direito de voto. Situação que é tão comum no mercado acionário brasileiro.

Estratégias Regulatórias.

11. Para a análise das estratégias regulatórias, é importante perceber que a CVM, diferentemente de suas congêneres em outras jurisdições, tem competência não só para regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, mas, também, lhe é dada a guarda da legislação societária aplicável às companhias abertas (embora não em caráter exclusivo).

12. Essas duas competências movem-se segundo princípios diferentes e, muitas vezes, contraditórios. As regras de mercado têm, por objetivo, permitir que os investidores possam tomar, de forma consciente, suas decisões de investimento e, por isso, focam na divulgação de informações e na criação das condições necessárias para que o investidor tome decisões sem estar coagido por situações criadas por terceiros, que podem beneficiar-se dessa decisão.

13. Já as regras societárias visam evitar que o conflito entre representado e representante (8) (*principal-agent conflitct*) seja resolvido em favor do representante e, por isso, focam na justiça ou eqüidade de tratamento(9). Em outras palavras, enquanto as regras de mercado pressupõem a não intervenção no mérito da decisão, as regras societárias pressupõem a intervenção (ou a garantia de esterilização do conflito).

14. Essa dualidade de competências, embora muitas vezes resulte na utilização inapropriada de princípios de um tipo de regra em situações que deveriam ser reguladas pelo outro tipo, permite, também, que se aborde certos problemas de maneira mais eficiente.

15. Essas regras costumam ser aplicadas simultaneamente quando da aprovação de reestruturações societárias e certas operações significativas submetidas à assembléia de acionistas, que, embora sejam de natureza eminentemente societária, implicam a tomada de uma decisão de investimento.

16. As normas de direito societário, normalmente, utilizam-se de três estratégias de intervenção, no que se refere ao seu conteúdo: (i) estratégia de proibição, (ii) estratégia de saída, e (iii) estratégia de legitimação(10). Essas estratégias podem ser assim descritas:

> (i) Estratégia de Proibição. Consiste na proibição de operações concretas ou na estipulação de termos e condições obrigatórios ou proibidos para certos negócios e operações. A Lei 6.404/76 utiliza pouco essa estratégia, especialmente em seu texto original. Após as reformas sofridas, ela foi utilizada, por exemplo, na proibição de emissão de partes beneficiárias pelas companhias abertas. A CVM utilizou essa estratégia quando editou a Instrução 319/99 e decidiu o Caso Manah e o Caso TCP TCO. A estratégia de proibição tem, como maior problema, o fato de que pode impedir a implementação de negócios e operações benéficas, ou, ainda, fazer com que o acionista controlador procure obter a vantagem proibida por meio de outras operações em que os efeitos sejam mascarados ou que, simplesmente, impeçam a atuação da CVM.
>
> (ii) Estratégia de Saída. Consiste no oferecimento de um direito de saída ao acionista não controlador face a uma decisão unilateral do acionista controlador. Essa é a estratégia que foi utilizada de modo preferencial na Lei 6.404/76, no seu texto original, e mesmo após as reformas legislativas. Por exemplo, direito de venda conjunta em caso de alienação onerosa de controle (art. 254 e 255 originais e atual 254-A), necessidade de oferta pública em caso de cancelamento de registro de companhia aberta (art. 4˚, §4˚) e aumento de participação de acionista controlador (art. 4˚, §5˚), e, também, nas hipóteses de direito de retirada (art. 137). A CVM utilizou essa estratégia no Caso Petrobras BR. O defeito da estratégia de saída é que impõe ao acionista que sofre os efeitos da decisão o ônus da saída em troca de um valor que, nem sempre, é adequado. Ela é, no entanto, a melhor estratégia para algumas situações em que não se pode falar em prejuízo (mesmo utilizando essa palavra em sentido amplo) aos acionistas ou benefício do acionista controlador, mas, apenas, em mudança de situação (como no caso da alienação de controle e aumento de participação).
>
> (iii) Estratégia de Legitimação. Consiste em conferir, aos afetados (ou a conselheiros independentes do acionista controlador ou da diretoria), o direito de aprovarem ou rejeitarem a operação que pode ser benéfica ao acionista controlador (ou ao grupo de acionistas com direito de voto ou aos diretores). Na Lei 6.404/76, essa estratégia é normalmente combinada com a estratégia de saída. Por exemplo, a alteração prejudicial dos direitos das ações preferenciais está sujeita à aprovação dessa própria espécie de acionistas e é seguida de direito de retirada pelos acionistas que não tenham aprovado as alterações (art. 137, §2º). A própria disciplina do direito de retirada vai nesse sentido, pois as matérias que ensejam a retirada estão sujeitas à aprovação de uma maioria qualificada (art. 136). Com a Lei 10.303/01, essa estratégia ganhou mais corpo, sempre combinada com a estratégia de saída. Um bom exemplo dessa combinação de estratégias é o processo de revisão de preço pelos acionistas destinatários da oferta

de cancelamento de registro e de aumento de participação (art. 4˚-A). A grande vantagem dessa estratégia é que permite que os próprios acionistas que incorrem os custos da decisão (ou administradores incumbidos de zelar por seus interesses) decidam sobre a sua pertinência.

17. Essas diferentes estratégias normalmente coexistem, com a predominância de uma ou outra, a depender do desenvolvimento do mercado acionário local e do tipo de decisão envolvida. Historicamente, a tendência é evoluir da estratégia de proibição para a estratégia de saída ou de legitimação. Um bom exemplo disso é o tratamento das alterações estatutárias, que, de começo, eram proibidas e, aos poucos, evoluiu-se para permiti-las, sempre sujeitas a regras de legitimação (maioria simples para determinadas matérias e qualificada para outras) ou de saída (direito de retirada)(11).

18. A estratégia de proibição era a maneira mais comum de tratar operações envolvendo *insiders* (administradores ou controladores) nos E.U.A e na Grã-Bretanha no Século XIX(12). Hoje em dia, evoluiu-se para a estratégia de legitimação. Nos E.U.A., busca-se a legitimação na administração da companhia e não nos acionistas. Isso porque o direito societário lá aplicado (principalmente o do Estado de Delaware) confere poucas oportunidades de tomada de decisão pelos acionistas. O pilar do sistema é o dever de lealdade (*duty of loyalty*), que é a base da proteção dos acionistas naquele país. Ele pretende legitimar as decisões por meio da exclusão dos administradores interessados no processo de decisão. Só se não se comprovar a falta de interesse dos administradores, passa-se a analisar o mérito da decisão.

19. O *duty of loyalty* inglês assemelha-se ao americano. A revisão do mérito na Inglaterra é baseada na doutrina do *improper purposes*(13) *e da boa-fé*(14). Outra diferença entre os dois países, é que o regime inglês utiliza-se mais de decisões dos acionistas para legitimar certas questões do que o sistema americano. Ambos, no entanto, adotam preferencialmente a estratégia da legitimação.

20. Os dois motivos básicos para essa evolução é que, no mais das vezes, todas as operações sociais podem ser benéficas aos acionistas e à companhia, a depender dos termos propostos, e ninguém melhor do que eles (ou representantes seus) para saber o que é melhor para eles nos casos concretos. A proibição atingiria, portanto, operações benéficas.

21. Intervenções estatais (sejam pelo Poder Judiciário ou por órgãos como a CVM) tendem a produzir piores resultados do que a atuação direta dos acionistas (ou de administradores desinteressados), por falta de conhecimento específico da companhia e da situação vivida pelos próprios acionistas. Além disso, é muito difícil mensurar se a estratégia de proibição efetivamente protege os acionistas não controladores ou apenas cria restrições temporárias aos acionistas controladores, até que encontrem soluções alternativas para a exploração dos acionistas não controladores.

22. A estratégia de proibição pode ser útil, no entanto, quando as instituições do mercado (investidores institucionais, analistas, intermediários, imprensa financeira e órgão regulador) não forem capazes de exercer suas funções a contento, diminuindo a possibilidade de os acionistas controladores explorarem a posição dos acionistas não controladores e ajudando a superação das dificuldades para a ação coletiva enfrentadas pelos acionistas não controladores. Em uma tal estrutura de mercado, a estratégia de proibição pode predominar ainda de forma eficaz, embora estratégias de legitimação e de saída também possam ser estabelecidas de forma eficaz e permitir um resultado balanceado entre flexibilidade empresarial e proteção dos acionistas não controladores(15).

23. Quanto à abrangência, a estratégia regulatória pode buscar a intervenção no caso concreto ou à generalidade de casos similares. Atinge-se o primeiro objetivo por decisões concretas, atinge-se o segundo pela edição de regras(16) ou por decisões concretas que, claramente, enunciam uma regra a ser seguida. O direito da *common law*, tipicamente, cria regras a partir de decisões concretas. Na CVM, é comum a adoção de decisões concretas que enunciam regras.

A Atuação da CVM em Reestruturações Societárias por Ela Consideradas Não Eqüitativas

24. Neste tópico, analisam-se os precedentes nos quais a CVM decidiu impor restrições ou impedir a realização de reestruturação societária, na qual considerou ter havido um tratamento não eqüitativo. Para tanto, temos o seguinte quadro esquemático:

Caso	Estratégia	Regra de Competência	Regra de Direito Material	Motivador	Tipo de Decisão
Instrução 319	Proibição	Poder regulamentar	Art. 117, §1º, alíneas b e h	Decisão pelo controlador em seu benefício	Regra
Manah	Proibição	9º, §1º, IV da Lei 6.385/76	4º, VII da Lei 6.385/76	Decisão pelo controlador e diferença de tratamento	Concreta
BR Distribuidora	Saída	Instrução 345	Instrução 345	Decisão pelo controlador em seu benefício	Concreta enunciando regra(17)
TCO TCP	Proibição	Art. 124, §5º, II	Art. 255(18)	Decisão pelo controlador e diferença de tratamento	Concreta enunciando regra(19)

25. Da primeira coluna, percebe-se, claramente, que a estratégia preferida pela CVM para atuar sobre reestruturações societárias consideradas iníquas, até antes do Parecer de Orientação 34/06, é a de proibição. A análise desses casos, no entanto, tem mostrado a ineficácia dessa estratégia, conforme se pode ver abaixo:

(i) Instrução 319/99 (proibição de emissão imediata de ações como contrapartida à transferência do ágio foi evitada em certas companhias). Essa proibição foi evitada nos casos em que a companhia aberta para a qual o ágio seria

transferido é *holding* controladora de companhias abertas (como nas advindas do Sistema Telebrás). Na 'nova' reestruturação, primeiro, faz-se a transferência do ágio para a sociedade *holding*, seguido de transferência do ágio para a sociedade operacional. A sociedade *holding*, então, compra o crédito do controlador contra a companhia operacional. Essa operação é mais danosa do que a incorporação direta do ágio com a emissão de ações, pois no caso original não havia desembolso de caixa. Apesar dessa brecha, a regra da Instrução 319/99 foi, quanto a esse aspecto, aplicada satisfatoriamente a muitas companhias.

(ii) Instrução 319/99 (proibição de transferência de dívida relacionada à aquisição do controle para a sociedade controlada). Essa proibição foi superada pela concessão de empréstimo da sociedade controlada para a controladora. Essas operações, normalmente, são feitas a taxas de mercado, com garantias adequadas. O problema é que há uma concentração de risco muito grande em um só devedor e parcela do dinheiro que poderia ser devolvida a todos os acionistas ou utilizada no desenvolvimento dos negócios sociais passa a beneficiar apenas o acionista controlador.

(iii) Caso TCP TCO (obrigação de tratamento eqüitativo entre o acionista controlador alienante, o acionista não controlador ordinário e o acionista não controlador em uma aquisição de controle seguida de incorporação de ações). Não houve casos significativos posteriores à decisão em que se conferiu "tratamento eqüitativo" nos termos dessa decisão(20). Isso faz crer que os adquirentes do controle passaram a deixar de anunciar a incorporação de ações no momento da aquisição de controle, preferindo separar os dois momentos (como no Caso Pevê, ocorrido anteriormente à decisão do Caso TCP TCO, mas já após as críticas sobre a divulgação simultânea das operações). O próprio resultado do Caso TCP TCO faz duvidar da eficiência da medida, uma vez que a reestruturação societária foi cancelada temporariamente (ao invés do esperado aumento da relação de substituição) e nova incorporação foi feita tempos depois, em termos não tão simples de comparar(21). Nesses casos, quando a segunda tentativa de realizar a operação é implementada, o quadro acionário da companhia controlada já se alterou e muitos dos acionistas que alienaram suas ações no intervalo, o fazem em termos piores do que os termos da própria incorporação (impondo-lhes, portanto, um custo maior do que o do próprio tratamento iníquo). Outro possível efeito negativo do Caso TCP TCO é a ausência de informações claras, quando da divulgação da alienação do controle de companhia aberta, sobre a intenção do novo acionista controlador quanto à reestruturação societária da companhia adquirida, pois ele se vê obrigado a não revelar suas intenções futuras sob pena de as ter considerado ilegais pela CVM, por tratamento iníquo. Com isso, aumenta-se a insegurança negocial, que poderia ser reduzida, com uma outra abordagem por parte da CVM, sem que se tenha conseguido assegurar o tal tratamento eqüitativo.

26. Diante de uma tal experiência, é de se questionar se não seria mais benéfico aos acionistas não controladores o estabelecimento de um procedimento legitimador das operações que vieram a ser proibidas, de modo a permitir que acionista controlador e acionistas não controladores (ou seus representantes) estabelecessem termos adequados para a assunção da dívida ou a aquisição do ativo fiscal ou mesmo discutissem um relação de substituição adequada, ao invés de, simplesmente, proibir-se as operações.

27. Já as colunas que tratam da regra de competência e do direito material demonstram que foram utilizados fundamentos distintos em cada uma das decisões (a despeito de haver uma certa semelhança no motivador das decisões). Isso demonstra que a atuação da CVM é definida mais em razão da eqüidade da operação do que ao direito existente, aceitando-se a interferência com base no argumento jurídico disponível, para proteger os acionistas de um tratamento considerado iníquo, mesmo que esse fundamento legal seja questionável. A comparação entre os argumentos utilizados no Caso TCP TCO e no Caso Pevê mostra como a argumentação jurídica utilizada pode ser contraditória(22).

28. A coluna "motivador" tem um resultado muito interessante, mostrando que, para considerar a reestruturação societária como iníqua, em primeiro lugar, é preciso que a decisão seja unilateral do acionista controlador e, em segundo lugar, (i) o seu benefício seja elevado ou (ii) haja tratamento desigual entre os acionistas.

29. A análise do Caso TCP TCO esclarece bem esse último requisito: o tratamento desigual não era entre os acionistas TCP e o acionista TCO, que é o que se olha em uma incorporação, mas entre as espécies de acionistas da TCO (o acionista controlador teve direito ao prêmio integral de controle, os acionistas não controladores ordinários a 80% do valor pago ao acionista controlador e os acionistas preferenciais ao valor de bolsa mais um prêmio – esse prêmio, argumentava a TCP, teria sido suficiente para fazer o valor das ações preferenciais TCO ao valor econômico da TCP). Sobre esse ponto, o voto vencedor, também esclarecedor, disse: *"Não tenho qualquer dúvida, e sobre isto já escrevi em trabalhos anteriores, que na operação isolada de incorporação de ações as sociedades envolvidas são livres para estabelecer a relação de troca que melhor lhes aprouver"* (grifos do original).

30. O tratamento eqüitativo com base na relação entre os valores de TCP e TCO foi expressamente desconsiderado na decisão, quando dois laudos de avaliação de bancos internacionais de renome, que consideravam a relação de substituição justa foram, sem qualquer análise do mérito das avaliações, desconsiderados.

31. Por fim, a última coluna demonstra que a CVM prefere enunciar regras, mesmo na análise de casos concretos. Essa me parece a melhor abordagem, uma vez que reduz a incerteza jurídica, permitindo que o mercado paute ou adapte sua conduta com base na regra enunciada.

32. Enquanto na Instrução 319/99 o conteúdo normativo é da natureza do ato, nos dois outros casos em que uma regra foi enunciada (Caso Petrobras BR e Caso TCP TCO), a regra é retirada da análise de um caso concreto. No Caso Petrobras BR, a regra enunciada era a necessidade de a incorporação de ações de companhia aberta ser precedida de oferta pública. No Caso TCP TCO, não seria possível realizar uma aquisição de controle de companhia aberta, seguida de incorporação de ações, se não fosse concedido aos acionistas preferenciais o direito de participar da operação em condições eqüitativas.

33. Apenas o Caso Manah pode ser considerado uma decisão específica, sem demonstração de uma nova regra a ser seguida e que, por isso, não permitiu ao mercado aperfeiçoar sua conduta.

Estratégia Regulatória do Parecer de Orientação 34/06

34. Nos itens que se seguem, analiso a estratégia regulatória adotada pelo Parecer de Orientação 34/06, sem me ater aos aspectos jurídicos que a orientaram. Não se quer, com isso, concordar com a possibilidade de se aplicar uma dada estratégia sem base legal, mas reconhecer que o raciocínio estratégico e jurídico podem se dar em níveis sucessivos.

35. A estratégia regulatória adotada no Parecer de Orientação 34/06 é a de legitimação, em seu estado puro. Entendeu a CVM não ser a melhor opção impedir a realização de uma operação que pode ser benéfica para a Companhia e, também, para todos os seus acionistas, a depender de seus termos.

36. O desenvolvimento recente do mercado acionário brasileiro, o melhor aparelhamento dos investidores institucionais, o desenvolvimento da mídia financeira e empresarial, o reforço dos departamentos de análise dos bancos de investimento e das corretoras e o aumento da efetividade da atuação da

CVM permitem a migração da estratégia de proibição para a estratégia de legitimação, em casos como o enfrentado pelo Parecer de Orientação 34/06, com ganhos para o sistema.

37. O resultado final da estratégia de legitimação parece ser melhor do que o da estratégia de proibição, conforme pode se inferir dos itens 24 e 25 acima.

38. No que se refere às condições para que a CVM interviesse, as operações objeto do Parecer de Orientação 34/06 são muito assemelhadas às do Caso TCP TCO. As semelhanças são as seguintes:

(i) tratamento desigual entre os acionistas (o acionista controlador teve direito ao prêmio integral de controle, os acionistas não controladores ordinários a 80% do valor pago ao acionista controlador e os acionistas preferenciais ao valor de bolsa sem prêmio);

(ii) todas as operações são anunciadas simultaneamente;

(iii) o acionista controlador determina o destino das ações preferenciais.

39. Existem algumas diferenças entre essas reestruturações societárias e a situação enfrentada no Caso TCP TCO. Essas diferenças, no entanto, tornam o Caso TCP TCO mais amigável:

(i) no Caso TCP TCO o prêmio de controle foi validado pelo terceiro adquirente; e

(ii) o valor das ações preferenciais foi determinado com um prêmio de aproximadamente 10% sobre o valor de mercado, após pregões em que as ações subiram fortemente, enquanto na Reestruturação Societária foi oferecido o valor de mercado sem qualquer prêmio(23).

40. Na Reestruturação Societária especificamente, havia uma condição mais benéfica aos acionistas preferenciais do que no Caso TCP TCO, pois a Companhia previa, no desenho original da reestruturação, uma espécie de legitimação, mas cujo requisito para implementação (voto negativo de 50% dos acionistas não controladores) mantém, na prática, o destino da operação na vontade do acionista controlador. Tanto é assim, que, quando o Parecer de Orientação reconheceu o impedimento de voto dos acionistas ordinários, a Companhia pediu para reduzir o atual quorum de aprovação de 50% para maioria simples, mesmo com a autorização para o voto das ações preferenciais de titularidade do acionista controlador (a CVM aceitou a redução para 25% das ações preferenciais).

41. Como se vê, a decisão de atuar sobre reestruturações societárias que possuem características similares às descritas no Parecer de Orientação 34/06 (em termos de efeitos sobre os acionistas não controladores) já foi tomada pela CVM anteriormente.

42. No que se refere à estratégia de legitimação, embora ela seja uma novidade para casos semelhantes, já foi usada pela CVM em outros casos e pode ser considerada uma evolução natural, acompanhando o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro.

43. Quanto à implementação da estratégia de legitimação, creio que a CVM poderia ter adotado uma qualquer de três posturas distintas: (i) voto apenas para os acionistas preferenciais que não fossem titulares de ações ordinárias; (ii) voto apenas para os acionistas preferenciais que não fossem beneficiados pela deliberação; e (iii) voto para todo e qualquer acionista preferencial. A posição adotada pela CVM em resposta à Consulta da Companhia foi esta última. Eu fui voto vencido, mencionando a intermediária.

44. A CVM, no entanto, já se utilizou da postura mais radical do que a por mim proposta, mas que não chega a excluir da votação todo e qualquer acionista preferencial titular de ações ordinárias, apenas aqueles que tenham votado favoravelmente à deliberação, na qualidade de acionista ordinário. Essa decisão da CVM foi tomada nas reuniões do Colegiado de 19 e 21.11.04, com base no voto vencedor proferido pelo Consulente, à época Presidente da CVM. Constou do voto:

> *"De acordo com o voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, ressaltando que na assembléia especial dos titulares de ações preferenciais, incumbida de aprovar previamente, ou de ratificar, a deliberação adotada pelos titulares de ações ordinárias, não devem votar aqueles acionistas que, sendo titulares de ações preferenciais, tiverem contribuído com seus votos para a aprovação da proposta de adaptação, tendo em vista não existir, na hipótese sob exame, possibilidade do direito de recesso"* (Processo RJ2002/4915 e outros).

Parecer de Orientação 34/06 e o Direito

45. Se até aqui tratei a questão meramente sob o ângulo regulatório, talvez seja oportuno analisá-la sob o ponto de vista jurídico. As incorporações descritas no Parecer de Orientação 34/06, como se disse no texto do próprio parecer(24), não são incorporações em que se agrega uma atividade empresarial nova (em termos geográficos, produtos ou clientes) a outra sociedade, como no Caso Manah, Caso Petrobras BR e Caso TCP TCO. As incorporações do parecer aproximam-se mais às incorporações da Instrução 319/99, que buscam agregar um ativo fiscal ou uma dívida, mas nenhuma atividade empresarial nova.

46. A diferença entre esses dois tipos de operação, no entanto, está no fato que as da Instrução 319/99 precisam ser feitas por incorporação, já as do Parecer de Orientação 34/06 poderiam ser feitas por conversão de ações. A utilização de incorporação nos casos descritos no Parecer de Orientação 34/06 tem dois objetivos (embora o segundo deles possa ser, apenas, uma mera conseqüência não almejada). São eles:

(i) conferir tratamento diferenciado às ações do acionista controlador em relação às ações dos acionistas ordinários não controladores (o que não pode ser feito pela simples conversão);

(ii) retirar as ações preferenciais do processo decisório (a conversão voluntária depende da vontade individualizada dos acionistas preferenciais e a compulsória depende de aprovação da maioria das ações preferenciais)(25).

47. Inexistindo esses objetivos, a operação é feita com menores custos e em menor intervalo de tempo por meio de conversão de ações preferenciais em ordinárias, conferindo-se um desconto nessa conversão.

48. Assim, pode-se considerar a utilização de incorporação nesses casos como abuso de direito (26) por parte do acionista controlador (que tem o poder de aprovar as operações em seu benefício) e, conseqüentemente, proibi-los. Pode-se, entretanto, considerá-los como 'negócios jurídicos indiretos', que não são considerados ilícitos, e permiti-los.

49. O Parecer de Orientação 34/06 preferiu o segundo caminho, pois a tentação de determinar "o comportamento do mercado", embora sedutora, tem se comprovada ilusória para a CVM (ver itens 24 e 25 acima). Procurou-se, então, legitimar o processo decisório da incorporação, de modo que ao invés de abuso de direito enfrentemos um simples negócio jurídico indireto(27), que não viola o ordenamento jurídico.

50. O segundo caminho está previsto na própria Lei 6.404/76 que proíbe o voto em caso de "benefício particular" (art. 115, §1º). O Parecer de Orientação 34/06 trata dos pontos mais relevantes sobre a aplicação do art. 115, §1º no caso de impedimento de voto em situações de "benefício particular". Esses pontos foram precisados e esmiuçados no voto vencedor, proferido pelo Presidente Marcelo Trindade, em resposta à Consulta da Companhia e não me parece necessário repetir os argumentos aqui. Acho importante, no entanto, reafirmar que, quanto à retirada do direito de voto de ações votantes, quem retira tal direito é a própria lei (art. 115, §1º) e não o Parecer de Orientação 34/06.

51. Pode-se até discordar do mérito do Parecer de Orientação 34/06, quanto à existência de benefício particular nos casos nele descritos, e, portanto, de impedimento de voto. Mas se impedimento houver, o voto fica vedado, por disposição de lei.

52. O que talvez ainda não tenha sido explicado é o motivo de se conferir o direito de voto às ações preferenciais. Isso não é o objeto do Parecer de Orientação 34/06, mas a conseqüência lógica, nas operações ali descritas. A solução aventada no Parecer de Orientação 34/06 não discrepa da situação proposta pela Lei 6.404/76 em casos semelhantes.

53. Num primeiro caso - art. 115, §2º da Lei 6.404/76 - determina-se que *"se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do art. 8º"*. Um exame acurado dessa hipótese autoriza a conclusão de que o legislador, ao permitir o voto dos acionistas impedidos, quando todos os subscritores do capital (ou do aumento de capital) forem condôminos dos bens a integralizar, levou provavelmente em consideração o fato de que tal situação somente ocorreria em companhias fechadas, ou em companhias em constituição. É muito improvável que, em uma companhia aberta com capital disperso, todos os acionistas sejam condôminos de um mesmo bem.

54. Já se tratar de companhia em constituição — quando o número de acionistas é normalmente menor, e a integralização do capital é feita muitas vezes em bens - a possibilidade de o bem ser de titularidade condominial da integralidade dos acionistas é maior e, por isso, há previsão legal expressa para a situação(28).

55. Portanto, quanto à hipótese de fato prevista no §2º do art. 115, tem-se a seguinte situação: se o bem que estiver sendo integralizado na subscrição do capital for de todos os acionistas ordinários, mas se tratar de assembléia de constituição, os acionistas titulares de ações sem voto votarão, por norma expressa. Apenas se o bem for de todos os acionistas é que o impedimento ficará excepcionado. Quanto às companhias abertas, com muitos acionistas, em que todas as ações pertencerem aos subscritores do aumento de capital, não há disposição expressa na lei.

56. Já no caso da aprovação das contas pelo próprio administrador (arts. 115, §1º, e 134, §1º, da Lei 6.404/76), a lei expressamente diferencia as situações para as companhias abertas e fechadas, e não autoriza o voto dos acionistas impedidos nas primeiras. Impede-se o voto dos administradores na aprovação de suas contas, mesmo que estejam atuando como procuradores de acionistas não impedidos: *"os administradores não poderão votar, como acionistas ou procuradores, os documentos referidos neste artigo"*. De tal ordem é o impedimento, que nem mesmo se estiver apenas representando outros acionistas, o administrador poderá votar.

57. O §6º do mesmo art. 134 estabelece que as regras sobre esse impedimento de voto tão intenso *"não se aplicam quando, nas sociedades fechadas, os diretores forem os únicos acionistas"*. A norma, como se vê, não abre a exceção para as companhias abertas. Como, então, se resolveria a questão, se em uma companhia aberta todos os acionistas votantes forem administradores?

58. Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, analisando o dispositivo, afirmam:

> *"A razão pela qual veda a lei que os administradores votem, como acionistas ou procuradores, os documentos referidos no art. 133, está em que a aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas os exonera de responsabilidade, salvo naturalmente as hipóteses de erro, dolo, fraude ou simulação. Respeita-se, nessa proibição legal, um dever ético-jurídico, de não votar em causa própria, já acolhido, aliás, pelo lei, no § 1º do art. 115"*(29).

59. Indo adiante, explicam Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro que o afastamento do impedimento de voto do administrador quanto às próprias contas nas sociedades fechadas decorre de uma situação de fato: *"Nem poderia ser de outro modo, caso contrário, nessa hipótese, seria impossível a votação dos documentos da administração"*(30). A mesma razão de ordem prática é apontada por Fran Martins para a exceção:

> *"A aplicação desse princípio geral — de que os administradores não poderão votar na aprovação dos documentos apresentados à assembléia — sofre uma exceção quando, em se tratando de uma sociedade fechada, os diretores forem os únicos acionistas (§ 6º). Como se sabe, a nova lei permite que a sociedade se crie com apenas dois acionistas (art. 80, nº I), que poderão ser também diretores da mesma. Ainda que haja um número maior de acionistas, desde que seja pequeno, se todos eles forem diretores da sociedade, a vigorar o disposto no § 1º não poderia a assembléia geral funcionar por falta de acionistas não impedidos de manifestar o seu voto. Assim, a única providência que a lei poderia tomar, em tal caso, seria abrir a exceção consignada no § 6º, para que formalmente, pelo menos, a sociedade cumpra os dispositivos da lei"*(31).

60. Bem se vê, portanto, que a razão pela qual a lei criou a exceção para as companhias fechadas, e não a criou para as companhias abertas, foi a razão prática de que, nas companhias abertas, haverá muitos acionistas e o impedimento de voto de todos eles com quase toda certeza não ocorrerá. Em outras palavras: presumiu a lei que nas companhias abertas sempre haverá acionistas não impedidos de votar.

61. É exatamente isso o que ocorre em companhias abertas em que, por força da aplicação da interpretação adotada pelo Parecer de Orientação 34/06, o impedimento de voto atinja a toda uma espécie de ações, e, na hipótese da Reestruturação Societária, a toda a espécie de ações votantes(32). No caso da Companhia, não há impossibilidade prática da deliberação ser adotada, pois há acionistas não impedidos — os acionistas titulares de ações preferenciais —, e, portanto, é razoável a decisão da Companhia de, visando a permitir a implementação da operação, aplicar por analogia a regra do §6º do art. 134, e conceder direito de voto às ações preferenciais.

As Críticas dos Consulentes

62. Após essa explanação inicial, acho que posso tratar de cada uma das críticas em específico:

Critica #1 Concordo que não é conveniente criar imposição ou restrições à incorporações em tese; o

Parecer de Orientação 34/06, no entanto, não faz isso, pois ele definiu "as circunstâncias peculiares" das operações a que se refere. O parecer aplica-se, apenas, a incorporações que preencham os seguintes requisitos: (i) a companhia incorporadora não possui outros ativos significativos que não as ações da companhia incorporada; (ii) as ações do acionista controlador são avaliadas por um valor maior do que a do acionista ordinário não controlador ou do acionista preferencial; e (iii) não há um critério objetivo a validar o valor apresentado para as ações ordinárias. Essa limitação de abrangência é afirmada expressamente no Parecer de Orientação 34/06(33). Essa também foi a abordagem adotada na Instrução 319/99 e no Caso Petrobras BR e no Caso TCP TCO, nas regras que enunciaram. Pode-se dizer, entretanto, que a abordagem "caso a caso" pura – como no Caso Manah – é a mais apropriada. Entretanto, quando os casos são similares (como nas hipóteses do Parecer de Orientação 34/06), uma tal abordagem é custosa, improdutiva e traz insegurança jurídica, já que os agentes econômicos dependem, sempre, da confirmação da CVM para saber qual será a posição adotada no caso específico.

Crítica#2 Embora as mudanças de posicionamento tendam a ser súbitas e não tragam, por si só, insegurança jurídica, sendo um evento normal no desenvolvimento do ordenamento jurídico, o maior problema dessa crítica é não perceber que não houve mudança de posicionamento. Em um aspecto micro, o Parecer de Orientação 34/06 trata de uma situação não enfrentada por outras normas ou decisões, até porque as operações nele abarcadas começaram a surgir no segundo semestre de 2005. Em um aspecto macro, não há posicionamento firme da CVM sobre a interpretação do art. 115, §1º da Lei 6.404/76 (ver abaixo). Em um aspecto ainda mais macro, saindo da interpretação da Lei 6.404/76 para a política regulatória, a atuação da CVM foi decidida em situação muito semelhante à do Caso TCP TCO (ver itens 37 a 39 acima), mas preferiu-se uma abordagem legitimadora e não proibitiva, pois esta última tem se mostrado de duvidosa eficácia (ver itens 24 e 25 acima).

Crítica #3 Essa terceira crítica é mais uma opinião pessoal do Consulente do que a opinião geral da doutrina. Na própria CVM, até para a hipótese do "conflito de interesses", no qual o consenso doutrinário é superior ao do existente para a hipótese de "benefício particular", não se pode dizer que há posicionamento estável (ver os Processos Administrativos Sancionadores RJ2001/4977, julgado em 19.12.01 e RJ2002/1153, julgado em 06.11.02, com posições contraditórias, ambos sobre conflitos de interesse). Essa ausência de estabilidade de posicionamento da CVM e a existência de posições doutrinárias divergentes foram reconhecidas na própria introdução do Parecer de Orientação 34/06(34).

Crítica #4 Aqui, a crítica mais pertinente. Realmente, o Parecer de Orientação 34/06 não mencionou o art. 264 da Lei 6.404/76, mas não fez isso por esquecimento, apenas porque parecia óbvio que, adotado o procedimento para avaliação das ações pelo valor do patrimônio líquido a mercado (ou mesmo pelo fluxo de caixa descontado, caso fosse solicitado um procedimento alternativo como permite o *caput*), nenhum benefício ou proteção teria sido concedida aos acionistas não controladores, nas incorporações descritas no Parecer de Orientação 34/06. Em hipóteses nas quais o art. 264 não confere proteção, a CVM tem deixado de exigir o laudo de avaliação (ver Processo RJ2005/7365(35)). Além do que, a CVM pretendeu não interferir no mérito das incorporações, manifestando a visão pessoal deste Colegiado, pois reconhece suas limitações. Buscou-se, apenas, um procedimento de legitimação da operação, transferindo a responsabilidade pela análise do "valor" da operação para os próprios afetados por ela.

Crítica #5 Afirmar que o Parecer de Orientação 34/06 vai impedir a migração de companhias com controle concentrado para o Novo Mercado é pressupor que todas essas operações serão realizadas em termos não aceitáveis para os acionistas preferenciais. Esse parece não ter sido o caso da migração da Perdigão, em que a relação de conversão das ações foi feita em 1:1, ou da Embraer, que, não obstante ter sido realizada antes do Parecer de Orientação 34/06, a análise do posicionamento dos acionistas não controladores sobre a operação (na imprensa e na assembléia) demonstra ter ela sido realizada em termos aceitáveis para esses acionistas. Essa questão também foi tratada expressamente no Parecer de Orientação 34/06(36).

Crítica #6a

Crítica #6b Dizer que o Parecer de Orientação 34/06 não reconhece a mais valia do controle ou o art. 254-A da Lei 6.404/76 ignora, na verdade, que, nas incorporações do parecer não há alienação de controle, pois não há novo controlador e, o que é pior, a ausência de controlador definido após a incorporação não é condição para a incidência do Parecer de Orientação 34/06. Nem mesmo a operação específica da Companhia garante que os acionistas controladores não voltem a ser controladores da 'nova' Companhia sem pagar o prêmio de controle. Este último ponto foi, inclusive, tratado na resposta à Consulta da Companhia(37).

Crítica #7 O Parecer de Orientação 34/06 também não é discriminatório com relação ao direito dos acionistas ordinários não controladores, ao contrário, ele trata igualmente o acionista controlador e os acionistas não controladores ordinários, quando eles se encontram na mesma posição (*i.e.*, quando recebem uma maior participação da companhia incorporada do que a participação que entregaram), sendo, portanto, vedado a ambos tomarem parte da decisão que visa legitimar essa situação(38). Se, ao contrário, os acionistas não controladores ordinários estiverem na mesma (ou pior) situação que os acionistas preferenciais (*i.e.*, se ele for receber uma participação no capital social da companhia após a incorporação menor do que a que ele entregou), eles participam da votação e, nesse caso, os acionistas preferenciais sem direito de voto não votam, pois o Parecer de Orientação 34/06 não deu direito de voto às ações preferenciais sem direito de voto, mas apenas pressupôs a decisão lógica das sociedades, quando enfrentarem uma situação em que todas as

ações votantes estarão impedidas de votar.

63. Muitos dos pontos levantados pelo Segundo Consulente foram respondidos e esclarecidos no decorrer dos comentários às críticas do Consulente ou na Consulta da Companhia, exceto uma. Ele afirmou que a CVM adotou, para o Parecer de Orientação 34/06, uma forma de atuar diferente, sem audiência pública prévia.

64. Aqui cabem alguns esclarecimentos, pois o tema da audiência pública prévia, quando da imposição de regras de condutas, é algo que este Colegiado vem seguindo religiosamente, quase como uma profissão de fé (o que já vinha ocorrendo mesmo alguns anos antes deste Colegiado). Em primeiro lugar, no período analisado neste voto, importantes regras de efeitos semelhantes (ou mais fortes) foram baixadas sem audiência pública (Instrução 319/99 e Instrução 345/00). Além disso, o Parecer de Orientação 34/06 não cria regra de conduta, ele apenas explicita a interpretação que a CVM terá frente a determinada realidade. Essa interpretação, por óbvio, não pode ser submetida a audiência pública.

65. Deve-se notar, ainda, que, na história da CVM, poucos foram os pareceres de orientação objeto de audiência pública (aparentemente apenas os Pareceres de Orientação 05/79, 32/05 e 33/05 foram submetidos a audiência pública). Ainda assim, nos casos em que foram, tratavam da aplicação de disposições legais muito mais abertas do que a prevista no art. 115, §1˚, que pareciam assemelhar a atividade da CVM mais à atividade regulatória do que meramente interpretativa.

66. Resta, agora, responder as questões formuladas pelo Consulente:

Pergunta #1 *"Se ficar demonstrado que a relação de troca estabelecida na citada operação está compatível com preços recentemente praticados em nosso país em transações de alienação de controle de empresas que atuam no mesmo setor em que atua a Telemar, a CVM considerará tal aspecto como sendo um critério objetivo para determinação da aludida relação?"* A resposta a essa questão é negativa. Incorporações nos moldes da proposta pela Companhia não são comparáveis a aquisições de controle. A primeira diferença que elimina a possibilidade de comparação é o fato de, na incorporação, inexistir um adquirente de controle. Daí decorre a segunda diferença, quando um proponente à aquisição de controle faz uma aquisição, ele fixa o preço levando em consideração o incremento de valor que poderá gerar na empresa, com sua administração (que julga, normalmente, melhor), e, também, as sinergias (com corte de custos, acesso a novos mercados para os produtos da sociedade adquirida e da adquirente, etc.). Nada disso está presente na incorporação descrita .

Pergunta #2 *"Na eventualidade de as cotações de Telemar convergirem para a relação de troca anunciada – o que demonstraria uma aceitação dos agentes de mercado à proposta formulada pelos acionistas controladores – entenderia a CVM, neste caso, estar caracterizado um critério objetivo pelo fato de o mercado ter aceitado dita relação de troca?"* Como se sabe, após o anúncio de uma reestruturação societária, as cotações das ações passam a convergir para a relação de substituição, variando dentro dela com relação à expectativa do mercado quanto à conclusão da operação e quanto à melhoria do preço. O preço não se liga à aceitação da relação de substituição desejável, mas apenas à plausibilidade da conclusão da operação(39).

É o voto.

Rio de Janeiro, 17 de outubro de 2006.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor-Relator

(1) Logo após as privatizações do Sistema Telebrás, de grande parcela do sistema energético do Estado de São Paulo e de outras companhias energéticas estaduais, começou-se a ver a incorporação dos veículos de aquisição de controle dessas companhias, na companhia aberta adquirida, com dois objetivos: (i) tornar o ágio pago na aquisição do controle dedutível da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro e (ii) transferir a dívida da aquisição de controle para a companhia aberta adquirida.

O benefício do acionista controlador nessas operações era (i) a transferência da dívida em troca do ágio, (ii) a entrega do ágio em troca de ações (quando dívida não era transferida) ou (iii) uma combinação de ambos. Após algumas operações, a CVM editou, no dia 03.12.99, sem prévia audiência pública, a Instrução 319/99. Além de regras sobre a divulgação de informações, essa instrução continha regras definindo certo termos das incorporações (tenham ou não elas por objetivo a transferência do ágio) entre controlada e controladora. Entre essas regras, encontram-se as seguintes: (a) proibição de emissão de ações em decorrência da transferência do ágio de aquisição, antes do efetivo aproveitamento do ágio (art. 9˚, reforçado pelo art. 15, I); (b) proibição de adoção da cotação da ação como relação de substituição, caso as ações das companhias envolvidas não *"integrarem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsa de futuros"* (art. 11, reforçado pelo art. 15, IV); (c) proibição de *"assunção, pela companhia, como sucessora legal, de forma direta ou indireta de endividamento associado à aquisição de seu próprio controle, ou de qualquer outra espécie de dívida contraída no interesse exclusivo do controlador"* (art. 15, III); e (d) proibição de que o fluxo de dividendos das ações detidas pelos acionistas não controladores sejam diminuídos pelo montante do ágio amortizado em cada exercício (art. 16).

(2) Em 27.06.00, frente a uma reestruturação societária divulgada pela Fertilizantes Serrana S.A. e Manah S.A., a CVM decidiu editar a Deliberação 345/00, com base nos arts. 4˚, VII 9˚, §1˚, IV da Lei 6.385/76 e, tendo em vista *"a utilização de critérios diferenciados para a fixação de valores atribuídos às ações de emissão da Manah S.A. na alienação de controle (R$ 215,84), no aumento de capital (R$ 40,00), na relação de substituição (R$ 74,74 e R$ 56,46) e para o reembolso (R$ 23,84) estabelecidos no conjunto dessas operações, caracteriza abuso de poder, nos termos do art. 117, §1º, alíneas "a", "b" e "c", da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, com favorecimento indevido do acionistas controlador em detrimento dos acionistas minoritários"* . Essa deliberação determinava, *"às administrações da Manah S.A. e da Fertilizantes Serrana S.A. que se abstenham de prosseguir com os atos societários relativos a aumento de capital por subscrição de ações e incorporação descritos nesta Deliberação, nas condições originariamente propostas"*.

(3) Em 23.01.01, a CVM condicionou a incorporação de ações da Petrobras Distribuidora S/A (" BR Distribuidora") pela Petróleo Brasileiro S/A – Petrobras à realização prévia de oferta pública para fechamento de capital da BR Distribuidora. A decisão foi assim fundamentada: *"1.Em casos como o presente, a única possibilidade de se aferir a legitimidade da relação de troca de ações de controladas por ações da controladora é a realização prévia de uma oferta pública de aquisição de ações dos seus acionistas minoritários, nos termos da Instrução CVM 299/99, com as modificações introduzidas pela Instrução CVM 345/00. Só mesmo a aceitação de acionistas a uma Oferta Pública poderá atestar a validade do valor estipulado para a permuta decorrente da incorporação de ações.*

2. Nada mais justo e razoável, assim, que os acionistas da BR possam se manifestar quanto à operação através da aceitação da permuta de suas ações por ações da Petrobras formulada através de oferta pública.

De outro modo, restaria aos minoritários da BR, que aplicaram suas poupanças baseados em decisões conscientes de investimento, a frustração de sua confiança no funcionamento eficiente e regular do mercado de capitais do País, pois passariam a deter ações de outra companhia, sem que tenham sido consultados ou concorrido para tal, e, ao menos, ouvidos quanto ao seu valor, quando, repita-se, é a mesma vontade que se manifesta dos dois lados.

A oferta prévia não só é legítima como se coaduna com os princípios de boa governança corporativa de que devem estar imbuídas as companhias que se valem do mercado para se capitalizarem. É através de bons exemplos que o mercado de capitais brasileiro poderá se desenvolver e se tornar respeitado. Só assim nossas empresas terão condições de aumentar a captação de recursos no mercado de capitais e aumentar dessa forma a sua contribuição para o desenvolvimento nacional.

16. Assim sendo, para atingir o objetivo de incorporar a totalidade das ações de controlada, deve a Petrobras previamente realizar oferta pública de compra da totalidade das ações de emissão da BR em circulação no mercado. E, considerando que declarou intenção de fechar o capital da aludida BR, a oferta deverá seguir os trâmites da Instrução 229/95.

Após o cancelamento, que implica na concordância de no mínimo sessenta e sete por cento da minoria societária com a operação, estaria a Petrobras habilitada a proceder a incorporação da totalidade das ações de sua controlada, nos termos do artigo 252".

(4) Em 26.12.03, a CVM voltou a analisar uma incorporação de ações. O Caso TCP TCO tratava da incorporação de ações da Tele Centro Oeste Celular Participações S.A. pela Telesp Celular Participações S.A.. Nesse caso, decidiu-se que a incorporação de ações então pretendida *"contraria a legislação vigente, porque não assegura tratamento eqüitativa a todos os acionistas da TCOC, considerada a operação de cessão e transferência da empresa"*. Tal decisão foi tomada mesmo tendo a incorporação de ações sido baseada em 2 laudos de avaliação fornecidos por instituições financeiras de renome internacional. O voto vencedor disse que, por não se tratar de uma incorporação de ações isolada, a disciplina aplicável às incorporações de ações deixaria de ser aplicada, vigendo a obrigação de tratamento eqüitativo a todos os acionistas: *"Quando as sociedades envolvidas na operação encontram-se sob controle acionário diverso, ou bem as partes chegam a um acordo quanto à relação de troca que deve prevalecer, ou o negócio pretendido por ambas não chega a ser consumado.*

No entanto, quando a sociedade a ser transformada em subsidiária integral encontra-se sob o controle da companhia que deve figurar como incorporadora de todas as suas ações, há uma só vontade a determinar a relação de substituição das ações (de emissão daquela sociedade a ser transformada em subsidiária integral da outra) de propriedade dos acionistas minoritários. Na verdade quem determina dita relação de troca é o acionista controlador da sociedade incorporadora.

Também nessa hipótese – de incorporação, numa operação isolada, das ações de emissão de sociedade controlada – o controlador da incorporadora tem liberdade para determinar a relação de substituição que deva prevalecer, como reconhece a doutrina.

Para proteger os acionistas minoritários da sociedade a ser transformada em subsidiária integral, que não participam da formação da vontade dessa companhia, a lei estabelece a obrigatoriedade de ser feita uma avaliação do patrimônio de ambas, a preços de mercado, determinando, a seguir que, sendo a relação de troca proposta menos vantajosa do que aquela que resultar da referida comparação, os acionistas minoritários (da companhia que passará a ser subsidiária da incorporadora) terão direito de retirada, recebendo como valor de reembolso o valor que corresponder ao patrimônio da companhia, avaliado a preços de mercado.

Ou seja, a lei estabelece, como parâmetro para definir a relação de substituição das ações dos acionistas minoritários da companhia a ser transformada em subsidiária integral, o valor de patrimônio líquido da referida sociedade, avaliado a preços de mercado.

As regras e os conceitos acima expostos, que indubitavelmente são aplicáveis a uma operação de incorporação de ações que é deliberada isoladamente, não me parece que devam prevalecer quando a pretendida incorporação de ações se constitui na etapa final de uma operação complexa, que teve inicio há quase um ano quando do anúncio da aquisição, pela TCP, do controle acionário da TCOC, e que teve por objetivo explicito adquirir 100% da empresa que era explorada pela TCOC, pagando a compradora, como preço total, um valor pré-estabelecido cerca de um ano antes, valor esse que atendia aos seus interesses e aos de seus acionistas".

(5) Em 15.01.02, já após a promulgação da Lei 10.303/01, a CVM voltou a enfrentar caso assemelhado ao Caso Petrobras BR (incorporação de ações de companhia aberta controlada) e que se tratava, na verdade, da 2ª tentativa de reorganização societária do Grupo Bunge (o Caso Manah foi a primeira). Desta vez, no entanto, a CVM decidiu de forma diversa, permitindo que a incorporação de ações ocorresse sem prévia oferta pública. Entre os argumentos do voto vencedor, encontram-se: *"Nesse sentido, entendo desnecessária a discussão da legalidade ou não da decisão proferida no Processo Administrativo nº RJ2000/6117, porque a operação ora questionada vem em novo momento, em condições diferentes e sob um novo cenário legislativo, no que toca às operações de reorganização de sociedades anônimas com partes relacionadas. Esta discussão, como se verá mais adiante, tornou-se estéril e sem qualquer conteúdo prático, não obstante o eventual interesse acadêmico que dela surgiu.*

Recordo, aqui, que a operação objeto do Processo Administrativo nº RJ2000/6117 envolvia a incorporação de ações de duas companhias abertas, ao amparo do artigo 252 da Lei nº 6.404/76. Naquela operação, as companhias envolvidas não reconheciam a aplicação do artigo 264 da Lei nº 6.404/76, que trazia requisitos adicionais às operações de reorganização societária que envolvessem controlador e controlada. Havia, de fato, na ocasião, discussão doutrinária sobre a aplicação ou não do mencionado artigo 264 para as operações de incorporação de ações nos termos do artigo 252.

Hoje, todavia, tal dúvida não remanesce. É que, com o advento da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que introduziu alterações na Lei nº 6.404/76, as operações de incorporação de ações que envolvam sociedades controladora e controlada estão expressamente inseridas no artigo 264 da Lei nº 2.6404/76. (…)

Exigir-se, então, a realização de uma oferta pública como condição à realização de uma operação de incorporação, seja a clássica ou de ações, significa: (i) afastar o direito de voto do acionista controlador, o que claramente a Lei nº 6.404/76 não pretendeu, ao revés, entendeu ser conveniente, conforme se verifica do artigo 264, da exposição de motivos e da opinião do Prof. Lamy (ob. cit., pág. 327); (ii) atribuir aos acionistas minoritários, titulares de ações ordinárias ou preferenciais, o direito de vetar estas operações; (iii) afastar da discussão e destas manifestações a proteção do interesse social. (…)

Creio que, dessa forma, se for exigida a realização de prévia oferta pública a operações da espécie, corremos o risco de impedir reestruturações societárias saudáveis para o mercado, inclusive quando beneficie a companhia e haja apoio de parcela representativa dos acionistas minoritários. (…)

O legislador deu tratamento específico à operação e determinou que o remédio jurídico para os acionistas que dissentissem da deliberação seria o recesso, nos termos do artigo 45 da Lei nº 6.404/76, com as disposições adicionais do artigo 264, § 3º, ressalvado, por óbvio, alguma ilegalidade intrínseca da operação, o que não se examinou por ora. O recesso, no caso, aproveita a todos os acionistas, titulares de ações ordinárias ou preferenciais, de todas as 3 companhias. Essa foi a solução adotada pela lei".

(6) Nesse caso, julgado em 14.07.03, a CVM focou sua decisão na falta de informação, definindo ser necessária a apresentação de todas as informações

necessárias para a tomada de decisão na oferta pública (o que inclui as reestruturações societárias futuras planejadas). Constou da decisão:

"16. Ora, ainda que essas decisões, seja sob o aspecto legal seja sob o aspecto de justiça, não possam ser questionadas isoladamente, o mesmo não se pode afirmar quando analisadas em conjunto e se verifica que a segunda operação contém vantagens que a primeira não oferecia e que os acionistas dissidentes da primeira foram privados de informações relevantes que, se fossem de seu conhecimento, certamente teriam tomado outra decisão, já que uma repercutia na outra.

17. Nem mesmo o fato de as condições da segunda terem sido definidas apenas em 14.03.2003, posterior ao encerramento da primeira, ou de que a intenção do Bradesco foi a de assegurar a aplicação do critério que melhor resguardasse os direitos dos acionistas minoritários do Banco Mercantil e não de causar prejuízos ou de beneficiá-lo, pode ser aceito como justificativa para que fosse negado qualquer direito aos acionistas dissidentes.

18. Parece evidente, pois, que os acionistas dissidentes foram prejudicados na medida em que não tiveram as informações necessárias para a tomada de decisão e exercer o seu direito. O fato de ter sido divulgada em agosto de 2002 a mera intenção de incorporação das ações do Banco Mercantil não pode ser considerada suficiente, dado que o que importa aos acionistas era a divulgação das reais condições em que a incorporação seria feita" (grifos inexistentes no original).

(7) Esse caso é muito curioso, pois, embora o acionista adquirente do controle tenha seguido o "manual" (após a aquisição do controle, fez uma oferta pública para cancelamento de registro, por valor superior ao da aquisição do controle, que não foi aceita por acionistas não controladores significativos, e cujo preço também não foi contestado, nos termos do art. 4º-A, embora 2 ou 3 dos acionistas que não venderam apenas pudessem solicitar a instauração do procedimento), os acionistas não controladores reclamaram à CVM. A incorporação de ações posterior tinha como desincentivo o fato de que a companhia para a qual esses acionistas seriam transferidos seria uma companhia fechada.

(8) Esse conflito pode residir na relação entre o acionista controlador e os demais acionistas ou entre os acionistas e a administração da companhia. No Brasil, prevalece a primeira hipótese.

(9) Neste voto, sempre que me referir a iniqüidade de alguma situação concreta, não estou fazendo um juízo pessoal de valor sobre a operação, estou apenas adotando a mesma posição adotada pela CVM no caso concreto.

(10) Kraakman, Reinier *et alii, Anatomy of Corporate Law* (Grã-Bretanha: Oxford University Press, 2004, Capítulos 2 e 3) apresenta uma discussão mais aprofundada sobre as diferentes estratégias de intervenção e regulação dos conflitos existentes nas sociedades anônimas. Devido ao objetivo do livro (analisar sob a perspectiva funcional o direito societário, nas diversas jurisdições, e que, portanto, possuem estrutura acionária e legislação diferenciadas), a classificação lá utilizada acaba sendo mais ampla e não tão instrutiva para a análise das estratégias aplicáveis pela CVM. Preferi, portanto, essa tripartição das estratégias, que parece bem adequada para a análise da situação brasileira, em que (i) a ampla maioria das companhias abertas tem controle definido, (ii) é comum a emissão de ações preferenciais sem direito de voto, (iii) muito poder decisório é dado aos acionistas e (iv) os deveres fiduciários dos administradores têm função limitada, na lei e na sua aplicação real.

(11) Ver Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S.A.,* pgs. 85 e segs. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

(12) Ver Bernard Black e Rainier Kraakman, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, pg. 21 (disponível no endereço eletrônico http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10037).

(13) A doutrina do *improper purpose* assemelha-se à doutrina do desvio de poder desenvolvido na Brasil para o direito administrativo.

(14) Ver *Anatomy of Corporate Law*, já citado, pgs. 46 a 48. Especificamente sobre o sistema inglês, ver Paul L. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, pg. 370 em diante. 7ª edição. Londres: Sweet & Maxwell, 2003. Sobre o sistema americano, ver, também, as decisões citadas no Processo Administrativo RJ2005/1443, julgado em 10.05.06 (Processo Cataguazes).

(15) Essa posição também é defendida por Bernard Black e Rainier Kraakman, em obra já citada.

(16) "Regras", aqui, significam não apenas as regras propriamente ditas, mas também a interpretação de uma regra pré-existente, como no caso do Parecer de Orientação 34/06.

(17) A regra enunciada nesse caso (obrigatoriedade de realização de oferta pública previamente à incorporação de ações) deixou de ser aplicada posteriormente, em razão de mudança legislativa (Lei 10.303/01) e mudança de posicionamento do Colegiado (Caso Bunge), no qual expressamente reconheceu-se essa mudança de posicionamento.

(18) O art. 255 não foi citado explicitamente como fundamento do voto, pois ele estava, à época, revogado. O fundamento explícito foi um parecer do Professor Fábio Konder Comparato (publicado na Revista Forense, Vol. 278, pg. 136 e segs.) que, no entanto, estava tratando da aplicação do art. 255. No voto, houve menção ao art. 255, no seguinte trecho: *"É preciso que a leitura da operação em tela seja efetivada de forma conjunta, a exemplo, do que recomendava o art. 255, parágrafo 2º, da lei societária. Dispositivo revogado, mas, face seu caráter programático, de plena atualidade. É imprescindível não ser refém de exercícios logísticos, onde artigos e parágrafos da lei, ao invés de adotados para alcançar a justiça, servem para oprimir minoritários"*.

(19) A regra enunciada neste caso foi a impossibilidade de aquisição da totalidade do capital acionário, pagando-se diferentemente aos acionistas não controladores ordinários e preferenciais (sendo admissível o pagamento diferenciado apenas entre o acionista controlador e os acionistas não controladores ordinários, até o limite do direito de venda conjunto previsto no art. 254-A, 80%).

(20) Exceto pelo Caso Sudameris, uma exceção, já que o valor do controle foi inferior ao valor da oferta pública.

(21) O Caso Manah, que não enunciou uma regra para orientar o mercado, também teve o mesmo destino: reestruturação posterior, em termos não comparáveis à primeira operação, para saber se o resultado foi pior ou melhor (essa segunda operação foi o Caso Bunge, já descrito).

(22) O Caso Ceve não foi incluído no quadro pois foi uma interferência da CVM após a realização da reestruturação societária.

(23) Embora na Reestruturação Societária não tenha se conferido qualquer prêmio para o valor das ações preferenciais, nada impede que nas reestruturações societárias cobertas pelo Parecer de Orientação 34/06 incluam um prêmio sobre o valor de mercado para as ações preferenciais. Esse prêmio, no entanto, não evitaria a aplicação da interpretação constante do parecer, a não ser que ele fosse em percentual suficiente para anular o "benefício particular" lá descrito.

(24) *Verbis*: *"Propostas de incorporação (art. 223 da Lei 6.404/76) ou de incorporação de ações (art. 252 da Lei 6.404/76) têm sido submetidas a assembléias de acionistas de companhias abertas (aqui referidas simplesmente como Companhia ou Companhias) em que, normalmente com base em laudo de avaliação, se submete à assembléia geral uma relação de troca que atribui valor diferente (e maior) às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da sociedade incorporadora (ou incorporada, em caso de incorporação reversa), mesmo quando o único ativo, ou único ativo relevante, de tal sociedade (aqui referida como Sociedade Holding), sejam essas mesmas ações de emissão da Companhia"* (grifos inexistentes no

Parecer de Orientação 34/06).

(25) Por esses motivos, a CVM poderia ter tratado a questão com a abordagem utilizada pela Instrução 319/99, Caso Manah ou Caso TCP TCO e proibir a operação ou, alternativamente, procurar conferir legitimidade ao processo (também poderia adotar a solução do Caso Petrobras BR).

(26) Cf. art. 187 do Código Civil, *verbis*: *"Comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes"*.

(27) A própria administração da Companhia já tinha certeza que a operação deveria ser, de alguma forma, legitimada. Por isso, propôs a incorporação já com direito de voto dos acionistas não controladores, embora o quorum decisório torne a efetividade dessa legitimação duvidosa, pois, além de exigir um elevado quorum para que a operação fosse bloqueada, entre os votantes incluiu os acionistas que teriam apenas benefícios com a Reestruturação Societária (ver item 4.1.2 (a) do Fato Relevante de 17.04.06, que divulgou os termos da operação).

(28) Convém relembrar que, nas assembléias de constituição, mesmo se a constituição se der por subscrição pública, *"cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, dá direito a um voto"* (Lei 6.404/76, art. 87, § 2º).

(29) *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro, Volume 1* , pg. 416. São Paulo : José Bushatsky, 1979.

(30) Obra e localização citada.

(31) *Comentários à Lei das S.A., Volume 2, Tomo I* , pg. 230 e 231. Rio de Janeiro : Forense, 1978.

(32) O que ocorre pelas razões já debatidas na Consulta da Companhia.

(33) *Verbis*: *"Propostas de incorporação (art. 223 da Lei 6.404/76) ou de incorporação de ações (art. 252 da Lei 6.404/76) têm sido submetidas a assembléias de acionistas de companhias abertas (aqui referidas simplesmente como Companhia ou Companhias) em que, normalmente com base em laudo de avaliação, se submete à assembléia geral uma relação de troca que atribui valor diferente (e maior) às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da sociedade incorporadora (ou incorporada, em caso de incorporação reversa), mesmo quando o único ativo, ou único ativo relevante, de tal sociedade (aqui referida como Sociedade Holding), sejam essas mesmas ações de emissão da Companhia"*.

(34) *Verbis*: *"Freqüentemente, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM tem sido chamada a pronunciar-se sobre os temas do conflito de interesses e do impedimento de voto em deliberações societárias. Tais temas vêm tratados no art. 115 (no tocante aos acionistas) e 156 (quanto aos administradores) da Lei 6.404/76. Assim, ao longo dos anos, esse assunto, por si só já complexo, e objeto de polêmica na doutrina jurídica, tem sido objeto de intensas discussões, variando as interpretações predominantes de acordo com a composição do Colegiado da CVM. A principal discussão diz respeito à existência, ou não, de uma proibição, que impeça o acionista de votar em questões em que possa existir conflito de interesses. (...)*

A polêmica ocorre na análise dos casos concretos, pois não há um critério objetivo unânime que distinga hipóteses 'que puderem beneficiar [o acionista] de modo particular" e hipóteses em que o "interesse [do acionista seja] conflitante com o da companhia'(§ 1º do art. 115).

Parcela da doutrina jurídica entende que, nesta última hipótese, é possível que o voto seja dado e, posteriormente, seja analisada a sua validade" .

(35) Esse caso é muito semelhante ao das reestruturações do Parecer de Orientação 34/06, pois não há incremento na "empresa", tratando-se de mera reestruturação societária para implementar a desverticalização exigida pela Agência Nacional de Energia Elétrica, para os concessionários. Constou da decisão do Colegiado o seguinte: *"Entende o Relator que, no caso concreto, o laudo de avaliação não serviria de proteção aos minoritários interessados na operação já que, de um lado, os acionistas da LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A terão sua participação mantida na LIGHT S/A (cada ação da LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A será substituída por uma ação da LIGHT S/A). Por outro lado, a LIGHT S/A não possui minoritários que ensejem a proteção do art. 264 da Lei 6.404/76.*

Destacou ainda o Relator que a operação societária visa tão-somente a que a LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A se adeque às exigências da Lei nº 10.848/04 e da ANEEL, no sentido de que passe a exercer apenas a atividade de distribuição de energia elétrica.

Por essas razões, e na esteira de precedentes do Colegiado (Processos CVM RJ2004/2040, RJ2005/2597 e RJ2005/3735), o Colegiado, tendo em vista a excepcionalidade do caso concreto, autorizou a LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A a confrontar o seu patrimônio líquido com o da LIGHT S/A com base nos seus respectivos patrimônios líquidos contábeis, para efeito do cumprimento do art. 264 da Lei 6.404/76".

(36) *Verbis*: *"Recentemente, começaram a ocorrer no mercado brasileiro operações visando à unificação das espécies de ações de companhias e, também, à migração de companhias listadas em segmentos tradicionais de negociação na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa para o segmento especial denominado Novo Mercado (e potencialmente também para aquele denominado de Nível 2). Esses movimentos são salutares, porque reduzem as hipóteses em que os interesses dos acionistas podem se contrapor e porque tais segmentos especiais de listagem baseiam-se em critérios mais estritos que os da Lei 6.404/76 e têm por finalidade uma melhor governança corporativa das companhias abertas neles listadas.*

Nesse sentido, a CVM entende que sua atuação, inclusive do ponto de vista da regulamentação legal que lhe cabe, deve facilitar tais procedimentos de unificação e de migração, especialmente no que se refere à revisão de normas desenhadas para outras situações, e outra realidade de mercado, que possam restringir a ocorrência das operações de migração sem benefícios palpáveis para os acionistas das companhias abertas brasileiras.

Contudo, os mecanismos aventados pelo mercado para a realização de tais operações de migração devem sempre obedecer à legislação, e assegurar, na medida prevista na lei e na regulamentação, uma adequada oportunidade de participação dos acionistas não-controladores no processo decisório, especialmente quando importarem em tratamento diferenciado entre acionistas titulares de ações de mesma espécie e classe, ou tomarem por base avaliações que considerem não apenas os direitos econômicos ou políticos atribuídos às ações, mas também suposições de sobrevalorização de ações detidas por certos acionistas não comprovadas por efetivas negociações entre partes independentes".

(37) Constou do meu voto, na parte em que foi acompanhado pelos demais diretores: *"Parece-me, portanto, que a Reestruturação Societária pretende, apenas, ser um meio de 'recompensar' os acionistas controladores pela 'entrega' do poder de controle ao mercado e, também, 'recompensar' os acionistas ordinários não controladores pela "perda" do direito ao tag along caso houvesse 'transferência' e não 'entrega' de controle"*. Já na nota de rodapé que tratava desse ponto: *"Aqui, deve-se chamar atenção que não há, até agora, compromisso de o grupo controlador ou componentes do grupo controlador de não adquirir ações ou voltar a controlar a Companhia com mais de 50% das ações. Nem há, também, compromisso de a Companhia não utilizar seus recursos de caixa para aquisição de ações em tesouraria e, ao longo do tempo, recolocar os futuros acionistas relevantes (e atuais acionistas controladores) como acionistas controladores com mais de 50% das ações. Mesmo que esses compromissos existam, a sua exigibilidade futura seria difícil. Não digo isso porque ache que o controle vá ser readquirido pelos atuais acionistas controladores ou que qualquer deles já tenha isso em mente, mas a simples possibilidade jurídica e econômica que isso venha a ocorrer justifica a exigência de uma maior legitimação da Reestruturação Societária pelos acionistas que suportarão seu custo, mediante a adoção de um quorum qualificado de aprovação"*.

(38) Deve-se notar que a CVM, na consulta da Companhia, definiu que todos os acionistas preferenciais votam na assembléia da incorporação, mesmo

que também possuam ações ordinárias.

(39) Essa questão foi bem percebida no Memorando da SEP, no Caso Sudameris, que foi aprovado pelo Colegiado. Disse a SEP: *"(...) assim sendo, acionistas, mesmo com a informação de que o valor econômico gira em torno de R$0,65 e o de recesso, R$0,35, estão comprando ações a valores superiores, s.m.j, apostando que a operação de incorporação não se concretizará, ou mesmo em razão de interesse em se transformar em acionistas da companhia fechada ABN Real"*.