

PROCESSOS: CVM RJ 2003/4676 ("processo 1")

CVM RJ 2003/6747 ("processo 2")

REGISTRO COL N<sup>o</sup> 4165/2003 e 4548/2003

ASSUNTO: RECLAMAÇÃO DE INVESTIDOR

INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE EMISSÃO DA TELE CENTRO OESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A (TCO)  
POR TCP – TELESP CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A

INTERESSADOS: FUNDO JGP HEDGE DE INVESTIMENTO FINANCEIRO e outros

BANCO PACTUAL S/A e outros

RELATOR: DIRETOR WLADIMIR CASTELO BRANCO CASTRO

A operação a que se referem os processos em epígrafe é relativa à aquisição de controle da TCO, pela Telesp Celular Participações S/A (TCP), desdobrada em três etapas: A primeira é a alienação do controle da companhia propriamente dita, correspondente a 61,10% das ações com direito a voto, equivalentes a 20,37% do capital total, pelo preço de R\$19,48/lote de mil ações; a seguir, a realização de Oferta Pública aos Acionistas – OPA em atendimento às disposições do artigo 254-A da Lei 6.404/76, com redação dada pela Lei 10.303/01, oferecendo aos acionistas minoritários votantes 80% do valor destinado aos antigos controladores (Fixcel S/A) equivalente a R\$14,58; e, finalmente, incorporação das ações preferenciais à proporção de 1,27 ações de TCP, para cada ação de TCO, o que é equivalente ao valor de R\$5,61/lote de mil ações de TCO (cf. despacho da GEA-2 às fls. 133).

A SEP submeteu os presentes processos à apreciação do Colegiado por meio de despacho (fls. 182 a 187 do processo 1) que, por sua concisão e precisão, copio como relatório dos fatos em exame:

"Trata-se da análise de duas reclamações de investidores (Processo CVMRJ 2003/4676 e Processo CVMRJ 2003/6747) questionando o processo de incorporação das ações de emissão de Tele Centro Oeste Participações S.A. (TCO) por Telesp Celular Participações S.A. (TCP), onde a principal tese é o Abuso de Poder e a Manipulação de Preços, tendo em vista os seguintes argumentos dos reclamantes (fls. 1 a 35 e 138 a 177 do processo 1):

1. O fato relevante de 16/01, ao estabelecer uma relação de troca de 1,27 ações para a incorporação das ações da TCO pela TCP, arbitrou o preço relativo das ações da TCO em R\$ 5,61;
2. O preço arbitrado, como relação direta do preço da TCP, agiu como "trava" de preço de negociação no mercado, impedindo que as ações da TCO pudessem ser precificadas adequadamente, ou seja, se valorizar, tanto em razão de seu próprio desempenho operacional (acima da média) quanto em razão da operação inteira sob análise (saída do antigo controlador e redução do endividamento);
3. A cotação das ações da TCO vêm ao longo do tempo sendo depreciadas em função dos graves problemas de governança corporativa sofridos pela companhia que foi obrigada a emprestar cerca de US\$ 220 milhões ao seu antigo controlador (Grupo Splice), via aquisição de papéis;
4. Diversos relatórios de analistas de investimentos nacionais e internacionais vinham fazendo, ao longo do tempo, avaliações do preço justo da TCO, utilizando-se de várias ferramentas financeiras disponíveis e aceitas pelo mercado e, em todas as avaliações divulgadas, a relação justa de troca estabelecia um fator sempre superior a 2,0 (dois), ou seja, duas ações de TCP para cada ação de TCO, bem superior ao fator anunciado no fato relevante, igual a 1,27;
5. Os acionistas ordinários se beneficiariam da operação, em função do "tag along";
6. Entretanto, os preferencialistas serão obrigados a receber um valor depreciado pelas ações que possuem; ademais, não poderão dispor do direito de recesso, em razão do disposto na alínea "a" do inciso II do artigo 137 da Lei 6.404/76, e até mesmo a simples venda dos papéis possuídos via bolsa de valores encontra-se prejudicada em face da fixação dos preços em níveis artificialmente baixos;
7. Está caracterizado o abuso de poder do controlador, nos termos do artigo 117 da Lei 6.404/76, uma vez que a operação tem o propósito de contrariar os interesses dos acionistas preferencialistas e de lhes causar danos, cerceando o exercício de seus direitos e, como consequência da operação, o novo acionista controlador irá adquirir vantagem financeira ilícita;
8. A publicação do fato relevante com relação de troca de 1,27 caracteriza operação fraudulenta de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, uma vez que estipulou de forma artificial e indevida a formação do preço atual da ação;

Feitas suas considerações, os dois reclamantes apresentaram as seguintes solicitações à CVM:

1. Processo RJ 2003/4676 – Fundo JGP (fls. 34 do Processo 1):  
que seja instaurado o competente INQUÉRITO ADMINISTRATIVO para apuração das condutas dos agentes envolvidos, com a devida aplicação das penalidades cabíveis;
2. Processo RJ 2003/6747- Banco Pactual (fls. 175 do 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, 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;
  - c. que seja instaurado o competente INQUÉRITO ADMINISTRATIVO para apuração das práticas de manipulação de mercado e de exercício abusivo do poder de controle.

Diante da reclamação apresentada, e conforme mencionado no Despacho da GEA2, de fls.133/135, foram solicitados os esclarecimentos necessários à Telesp Celular Participações S/A, através do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA2/n.º244/2003, às fls.100.

(...)

A companhia apresentou seus argumentos, em 20 de junho p.p., rebatendo cada um dos pontos levantados pelo reclamante, que resumimos a seguir (fls. 108 a 111):

1. Relação de substituição com base em critério inadequado:

'Não existe qualquer exigência ou determinação especial quanto aos critérios que podem ser adotados para avaliação das ações de cada sociedade, prevalecendo a ampla liberdade na sua fixação, desde que o critério escolhido seja reconhecido em lei e que não tenha tido como critério de determinação a intenção de impor prejuízos aos demais acionistas.'

2. A divulgação da incorporação é um dever legal.

'Não prospera, tampouco, o argumento de que a divulgação da intenção de realizar a incorporação de Ações concomitantemente ao anúncio da contratação da aquisição controle da TCO constitui artifício utilizado pela TCP para manipular o preço das ações da TCO. Isto porque a divulgação mencionada acima foi feita em estrito cumprimento de uma obrigação legal.'

3. O voto da TCP na assembléia de acionistas da TCO é válido.

'Não obstante tratar-se de uma única vontade acionária, a lei expressamente autoriza que referida operação societária ocorra, desde que observados os procedimentos legais para a proteção dos acionistas minoritários.'

4. Não há que se falar em enriquecimento sem causa.

'Conforme já esclarecido, a relação de substituição foi obtida a partir de critério lícito.

A relação de substituição é, portanto, válida, não prosperando o argumento de enriquecimento sem causa por parte da TCP.'

Ao final da explanação, a SEP apresenta seu entendimento, no seguinte sentido:

"Conforme bem explicitado pelo analista no RA/CVM/GEA-2/Nº 018/03, às fls.128/132, o conjunto da operação de aquisição do controle e de incorporação das ações de TCO por TCP, no que diz respeito, exclusivamente, ao aspecto formal, aparentemente, está de acordo com a legislação e regulamentação vigente.

Entretanto, 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 preço, tendo em vista a divulgação da relação de substituição das ações, sem fundamento em qualquer critério de avaliação, no momento do anúncio da aquisição do controle e da intenção de realizar a incorporação das ações preferenciais de TCO.

Como bem salientado pelo analista no já mencionado RA, § 19, não há dispositivo legal ou regulamentar que obrigue a divulgação da relação de substituição naquele momento, ao contrário, a notícia da alienação do controle de TCO era informação mais do que positiva para o mercado, tendo em vista a questão envolvendo a estrutura de capital da mesma, com alto endividamento, traduzido, fundamentalmente, nas debêntures adquiridas de seu controlador.

Transcrevendo do RA/CVM/GEA-2/Nº 018/03, às fls.128/132,

*'Analisada a regulamentação logo acima citada, não encontramos nenhum elemento determinante para a divulgação, naquele momento específico, da relação de substituição de 1,27 ações de emissão da TCP para cada ação de emissão da TCO. A diligência e rapidez do administrador nessa divulgação não trouxe nenhum benefício à companhia (TCO), nem aos seus acionistas que não os acionistas controladores. Pelo contrário, causou turbulência no mercado, suscitando críticas e reclamações e, ainda, provocou a já discutida acima ineficiência do mercado, impedindo o estabelecimento de condições para a livre formação de preços;*

*Conquanto não podemos afirmar, por não existir convicção formada e, muito menos, documentação comprobatória, que houve a clara intenção da administração das companhias ou de seus controladores em criar condições artificiais de negociação ou qualquer outra condição proposital de infração à legislação, no meu entender, é cristalino que a divulgação da relação de substituição de 1,27 ações de emissão da TCP para cada ação de emissão da TCO consubstancia-se em fato anômalo aos interesses dos acionistas preferencialistas da TCO. Além, arranha o dever de diligência previsto no artigo 153 da Lei nº 6.404/76 (Art. 153). O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios);*

*Arranha, ainda, o disposto no artigo 154 da Lei, que dispõe: "O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa". O parágrafo 1º deste artigo, clarifica o tema aqui tratado ao dispor que: "O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres";*

*Não se pode afirmar, à vista dos fatos até aqui abordados e em razão das providências tomadas pela administrações das companhias envolvidas, que houve dolo nos atos societários e no cumprimento das obrigações de divulgação do fato relevante. Entretanto, utilizando a razão, ou seja, a nossa capacidade de distinguir entre o bem e o mal, entre o conhecimento falso e o verdadeiro e, desta forma, permitir a mais perfeita compreensão da utilidade das conseqüências dos atos das pessoas, constatamos que, em face dos atos dos administradores das companhias envolvidas, houve prejuízo ao normal desenvolvimento dos negócios da TCO e existe risco potencial de prejuízo aos seus acionistas preferencialistas..'*

Dessa forma, estou de acordo com as conclusões do mencionado RA, exceção feita à sugestão "de que se determine, às companhias envolvidas, a publicação de fato relevante, retificando os anteriormente divulgados relativos à operação sob análise, informando que a relação de substituição de ações de emissão da TCP para cada ação de emissão da TCO será estabelecida quando forem satisfeitas todas as condições previstas na legislação vigente, em especial a Instrução 319/99, no prazo definido no seu artigo 2º, dado que tal informação não viabilizará a necessária reavaliação a ser feita pelo mercado. Na verdade, a "trava" de preço foi criada no ato da divulgação acima mencionada, impedindo que as ações de TCO fossem adequadamente precificadas pelo mercado.

Nesse sentido, considerando que a impossibilidade de o mercado avaliar as ações de TCO após solucionada a questão das debêntures da FIXCEL pode ser caracterizada como situação anormal de mercado, entendo que o pleito apresentado pelo reclamante no processo RJ 2003/6747, fls. 39, itens (I) e (II) merece ser acolhido [quais sejam, de que a CVM determine que a TCP (I) se abstenha de levar adiante a operação, e (II) que publique fato relevante comunicando o cancelamento da operação]. (grifei)

Tal sugestão não significa dizer que a questão não deva ser objeto de apuração e aplicação de penalidades via Inquérito Administrativo, entretanto, levando em conta a atribuição da CVM no que diz respeito à proteção dos investidores, parece-me que a interrupção do processo de incorporação de ações da TCO pela TCP nas bases divulgadas é o melhor caminho a tomar nesse momento, porquanto pode resultar no oferecimento de melhores condições para os acionistas preferencialistas prejudicados.

O inquérito administrativo é procedimento destinado a apurar responsabilidades e, se for o caso, aplicar as penalidades devidas, não havendo previsão de ressarcimento de eventuais prejuízos.

(...)

Dessa forma, a sugestão de a CVM determinar que a TCP se abstenha de levar adiante a incorporação das ações preferenciais de emissão da TCO, sob pena de multa, seria uma iniciativa prévia à instauração do inquérito administrativo, na tentativa de garantir os direitos dos acionistas preferencialistas, sem necessidade de ressarcimento ou indenização posterior de prejuízos.

Cabe ressaltar que a PFE-CVM solicitada a se manifestar a respeito da questão, embora entenda que a CVM tenha poderes para determinar à TCP que se abstenha de levar adiante a incorporação de ações, opinou no sentido da impossibilidade da interrupção, tendo em vista que a AGE para incorporação de ações sequer foi convocada, (MEMO/PFE-CVM/GJU-2/n.º173/2003) [fls. 178-179 do processo 1], ratificando o contido no anterior MEMO/PFE-CVM/GJU-2/n.º138/2003 [fls. 104-105 do processo 1], pela abertura de Inquérito Administrativo para apurar as supostas práticas ilícitas.

Entretanto, no nosso entendimento, a determinação para que a TCP se abstenha de levar adiante a incorporação das ações preferenciais de emissão da TCO, independe da convocação da AGE, dado que o ponto central da distorção da operação de incorporação de ações em comento, reside na forma da sua divulgação, que já foi de todo implementada, tal como comentado anteriormente.

Iniciativa semelhante foi adotada pela CVM quando da operação de reestruturação societária envolvendo as empresas Serrana S/A e Manah, S/A, objeto da Deliberação CVM n.º 345, de 27 de junho de 2000, que determinou aos administradores de Fertilizantes Serrana S.A. e Manah S.A. que se abstivessem de prosseguir com os atos de reestruturação societária ali descritos."

Vale acrescentar, ainda, que a PFE cuidou de opinar também *"pela determinação ex officio para que a TCP publique fato relevante esclarecendo os critérios de avaliação que respaldaram a relação de troca outrora divulgada em fato relevante, uma vez que essa informação, além de prestigiar o disclosure, pode auxiliar o mercado na atividade de precificação das ações de TCO, corrigindo eventuais distorções"* (fls. 179 do processo 1).

É o Relatório.

## **VOTO**

### **1. Entendimentos da SEP e PFE**

Analisado o teor dos autos de ambos os processos, observo que a PFE manifestou-se favoravelmente à instauração de inquérito administrativo para apurar-se os fatos aqui relatados.

Quanto à hipótese de a CVM determinar à TCP que se abstenha de levar adiante a incorporação de ações preferenciais de emissão da TCO, com fulcro no inciso IV do parágrafo 1º do art. 9º da Lei nº 6.385/76<sup>(1)</sup>, conforme solicitado pelo grupo de investidores liderado pelo Banco Pactual, não houve consenso entre SEP e PFE, uma vez que a área de empresas entende que tal procedimento seria *"uma iniciativa prévia à instauração do inquérito administrativo, na tentativa de garantir os direitos dos acionistas preferencialistas, sem necessidade de ressarcimento ou indenização posterior de prejuízos"* (fls. 187 do processo 1).

Já a PFE ponderou que, embora *"a CVM tenha poderes para tanto, entendendo se tratar de pedido impossível ...porque a AGE para a aprovação da incorporação de ações, pelo que se sabe, sequer foi convocada. Daí a impossibilidade de o Poder Público divagar sobre meras expectativas, visto que este deve aplicar a lei ao caso concreto e não a fatos inexistentes, que giram no mundo da suposição"* (fls. 179 do processo 1).

Outra aparente dissonância entre as mencionadas áreas surgiu quanto à possibilidade de publicação de novo fato relevante pela TCP.

Como já exposto no relatório que antecede a este voto, a PFE opinou *"pela determinação ex officio para que a TCP publique fato relevante esclarecendo os critérios de avaliação que respaldaram a relação de troca outrora divulgada em fato relevante, uma vez que essa informação, além de prestigiar o disclosure, pode auxiliar o mercado na atividade de precificação das ações de TCO, corrigindo eventuais distorções"* (fls. 179 do processo 1).

A SEP, por sua vez, manifestou-se contrariamente à possibilidade, aventada em parecer da lavra do analista da GEA-2 Jairo Corrêa de Sá (fls. 128 a 132), *"de que se determine, às companhias envolvidas, a publicação de fato relevante, retificando os anteriormente divulgados relativos à operação sob análise, informando que a relação de substituição de ações de emissão da TCP para cada ação de emissão da TCO será estabelecida quando forem satisfeitas todas as condições previstas na legislação vigente, em especial a Instrução 319/99, no prazo definido no seu artigo 2º"*.

Os argumentos da ilustre titular da SEP, Dra. Elizabeth Machado, para se contrapor à publicação de novo fato relevante pela companhia, foram de *"que tal informação não viabilizará a necessária reavaliação a ser feita pelo mercado. Na verdade, a 'trava' de preço foi criada no ato da divulgação acima mencionada, impedindo que as ações de TCO fossem adequadamente precificadas pelo mercado"* (fls. 186).

### **2. Nossas Considerações**

Entendo que, de fato, 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.

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

Quanto à proposta de sobrestamento da operação, pondero que 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 é o inquérito administrativo, e não o termo de acusação, por exemplo.

Por isto, penso que, 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.

Observo que 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, proponho 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, entendo que devam 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.

Por fim, verifico que as empresas reclamadas não tiveram oportunidade de se manifestar nos autos acerca da reclamação impetrada pelo Banco Pactual (fls. 2 a 219 do processo 2), a qual, inclusive, em nada fundamentou o presente voto, o mesmo valendo para o parecer de fls. 188 a 212 do processo 1, encaminhado em 11/08/2003 pelo Escritório de Advocacia Vieira, Rezende, Barbosa e Guerreiro. Assim sendo, deverá a SEP intimá-las para que, querendo, tomem conhecimento dos mencionados documentos.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 12 de agosto de 2003

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor Relator

(1) Diz o dispositivo citado: "§ 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá: (...) IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular."