

Assunto: Pedido de Reconsideração

Interessados: Banco Pactual S.A. e outros

MANIFESTAÇÃO DE VOTO DO DIRETOR LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS

Senhores Membros do Colegiado,

Trata-se de manifestação recebida como pedido de reconsideração, no qual os recorrentes requerem que seja revista a decisão anterior deste Colegiado, para:

"I) que essa CVM, com fulcro no art. 9º, § 1º, inciso IV, da Lei nº 6.385/76, determine que a TCP se abstenha de elevar adiante a incorporação das ações preferenciais de emissão da TCO, sob pena de multa, uma vez que referida operação encontra-se viciada pela conduta manipuladora da Representada, conforme descrita na presente peça;

II) que essa CVM, com fulcro no art. 9º, inciso IV, da Lei nº 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 dessa Autarquia"

A questão, portanto, à luz da decisão da CVM de 26 de dezembro de 2003 e do fato relevante publicado posteriormente em 12 de janeiro de 2004, perdeu o objeto, uma vez que as companhias desistiram de prosseguir com a operação de incorporação de ações após o pronunciamento do Colegiado.

Não obstante, após examinar o processo e ver que o eminente relator em seu voto já, acertadamente a meu ver, recusara os pedidos formulados, vou me permitir fazer algumas considerações, valendo-me, inclusive, da vantagem de estar falando após os fatos.

Primeiramente, estou convicto e de acordo com a manifestação anterior do Colegiado, no sentido de que o poder da CVM de "proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular" não é aplicável a operações realizadas fora do mercado de valores mobiliários ou que não precisam de registro, nomeadamente as operações de reorganização societária, ressalvadas aquelas que por força de lei deveriam ser necessariamente cursadas no mercado de valores mobiliários ou quando exigir complementação de informação.

Menos ainda as operações que configurem eventual abuso de poder de controle desafiam a aplicação do art. 9º, par. 1º, inciso IV, da Lei nº 6.385/76.

Nesse sentido, merece transcrição a opinião do ex-Diretor da CVM, Dr. Marcelo Trindade, em artigo de doutrina:

"Também será permitido à CVM, no forma do art. 9º, § 1º, da Lei nº 6.385/76, "proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular". Contudo, tal regra deverá ser interpretada com cuidado e aplicada com exatidão, sob pena de cometerem-se ilegalidade.

Na verdade, como se viu da análise dos poderes atribuídos em lei à CVM, não tem ela o poder de anular atos societários. Seja em caso de nulidade, seja de anulabilidade, seja em hipóteses de prejuízo aos acionistas minoritários, o poder da CVM, no particular, restringe-se à sanção, pela aplicação das penalidades [atualmente bastante significativas] àqueles que derem causa aos ilícitos.

O art. 9º, § 1º, da Lei nº 6.385/76 não pode servir, portanto, como meio de impedir-se a prática de um ato societário, por isso equivaleria a atribuir à CVM um poder de declaração de nulidade, ou de anulação – e ademais prévio e adotado sem observância do devido processo legal – que ela não tem.

Aquela regra visa, sim, impedir que atividades sejam prestadas sem registro ou autorização, que distribuições públicas sejam realizadas sem registro e que quaisquer outros atos, praticados "por participantes do mercado" sem a observância dos *requisitos legais*, sejam obstados. Evidentemente que ela também se aplica a atos societários, ou a processo de reorganização societária, desde que sejam praticados sem a observância dos requisitos legais ou regulamentares, como por exemplo a publicação completa do aviso de fato relevante de que trata a Instrução CVM nº 319/99.

O art. 9º, § 1º, da Lei nº 6.385/76 não possibilita, entretanto, que a CVM profira juízo de valor, ou de mérito, sobre determinadas operações ou atos societários e determine que sejam sobrestados, pois nessa hipótese não se trataria de inobservância de requisito legal, mais de decisão sobre a validade de ato societário, que à CVM não incumbe. Interpretar-se com tal amplitude aquela disposição significaria burlar a regra constitucional segundo a qual ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa se não em virtude de lei (art. 5º, II), pois caberia à CVM dizer quais atos poderiam e quais atos não poderiam ser praticados, com absoluta discricionariedade. (O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil, apud. in Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos, editora IOB, págs. 324 e 325)

De fato, o legislador, para estas situações, indicou caminhos outros, notadamente o inquérito administrativo e, mais recentemente, a opinião da CVM na forma do art. 124, par. 5º, da Lei nº 6.404/76, com as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/02.

E foi justamente desses instrumentos que se valeu a CVM, que (i) determinou a abertura de inquérito administrativo; (ii) determinou a prorrogação do prazo da assembléia a fim de que pudesse se manifestar; (iii) manifestou-se em 26 de dezembro de 2003, para considerar irregular a operação de incorporação de ações proposta.

Não posso deixar de registrar que assim procedendo a CVM, de um lado, não se deixou exorbitar de seu poder ao utilizar indevidamente os poderes do par. 1º do art. 9º e, de outro, obteve efeito substancialmente equivalente ao que havia sido pretendido pelos requerentes, tanto que a operação anunciada foi cancelada após o pronunciamento da CVM.

E tanto os recorrentes sabem disso que tentaram desviar-se desta discussão alegando que a questão deveria ser tratada "não sob o enfoque da operação societária envolvida, mas sim sob o aspecto dos efeitos da informação disponível incidentes sobre o mercado".

Ocorre que não configura, com efeito, situação anormal de mercado para os fins do art. 9º da Lei nº 6.385/76, nem para a Resolução CMN nº 702, a divulgação de informações, em atendimento ao que dispõe a Instrução CVM nº 358/02 e ao artigo 157, da Lei nº 6.404/76, de fato relevante, dando notícia da intenção de se realizar uma incorporação a determinada relação de troca, se a intenção for sincera, como de fato era.

Ora, para se sustentar uma tal tese, segundo penso, seria necessário demonstrar que a informação divulgada não corresponderia à decisão tomada pelos órgãos de administração da TCP, o que me parece ser impensável nas circunstâncias. De outro lado, imaginar que a TCP, já ciente da decisão de incorporar e da relação de substituição pretendida, deveria omitir este fato do mercado parece-me que seria contrariar todo o sistema da ampla divulgação de informações, que tem no fato relevante um de seus apanágios. Deveria a TCP omitir esta informação? Deveria realizar a OPA devida pelo art. 254-A, sem esta informação? Deveria correr o risco de que esta informação vazasse e que grassasse a informação privilegiada no mercado? E se vazasse o que deveria fazer? Deveria continuar sem informar?

Desnecessário lembrar que a única razão admitida em lei para que se deixe de divulgar o fato relevante é a possibilidade de que a divulgação ponha em risco legítimo interesse da companhia (art. 157, par. 5º), o que não é o caso em absoluto.

Portanto, como a CVM privilegia a informação e não a omissão da informação, que é o que em última análise se pretendia, o máximo que se poderia fazer seria determinar a prestação de informações adicionais, caso entendesse que a informação seria incompleta, mas jamais afirmar-se que a informação não deveria ser publicada.

A relevância da informação era patente, tanto que repercutiu imediatamente no mercado. Não deveria pois a CVM deixar o mercado negociar desinformadamente, pois aí sim

seria hipótese do par. 1º do art. 9º da Lei nº 6.385/76. E quanto ao efeito da divulgação nas respectivas cotações nada mais é do que o resultado da reação do mercado à informação e o crédito que foi dado a essa informação, além da evidente razão da informação ser devida. Aliás, esse efeito é corriqueiro não só em reorganizações societárias, como também em ofertas públicas e isso não deveria impressionar ninguém.

A CVM já adotou um caminho, que me parece correto e irreversível, e este caminho é na direção da divulgação o quanto antes dos fatos relevantes. Não pode a CVM ficar numa dança de São Guido, ora num sentido ora noutro. Se há informação concreta e ela é relevante tem que ser divulgada, a menos do art. 157, par. 5º, da Lei nº 6.404/76. O que surpreende é que ainda se discuta isso.

E quanto à eventual manipulação, já rejeitada, parece-me que precisaria haver, além da prova do dolo, a confirmação de que a informação não deveria ser divulgada, o que, como visto, também não é o caso, pois que se a informação fosse devida, naturalmente os seus efeitos são regulares. Estar-se-ia num caso de inexigibilidade de conduta diversa. Igualmente, também não se pode dizer que a informação seria falsa ou insincera e que as companhias não pretendiam realizar a operação nas condições anunciadas.

Aliás, a própria Nota Explicativa à Resolução CMN nº 702 já advertia para o seu uso excepcional e para a exigência de um juízo mesmo de certeza, para a utilização destes poderes extraordinários e excepcionais atribuídos pela Lei nº 6.385/76:

"Além disso, a própria experiência acumulada pela CVM, ao atuar na regulação direta do mercado, nos últimos anos, aliada à infraestrutura técnico-operacional de que dispõe para acompanhar e fiscalizar esse mercado, serão utilizadas no sentido de que qualquer medida preventiva só seja tomada de modo preciso e dentro de circunstâncias consideradas graves. Dessa forma, observamos, que os termos "indícios" e "a juízo", utilizados na Resolução, não significam dúvidas ou suposições da CVM, mas configuram fatos que, embora apurados de modo sumário, caracterizam o surgimento de irregularidades, que podem acarretar danos ou risco para os diversos participantes do mercado, principalmente para os investidores." (cf. Nota Explicativa CVM nº 24/81) (grifou-se)

E, nesse particular, abro aqui um parêntese para dizer que o regulador, como qualquer agente investido de poder legal, deve agir sempre com redobrada cautela para não exceder dos poderes de que é investido ou para não os utilizar para situações inapropriadas.

Essa cautela parece-me fundamental, porque, como já disse Montesquieu: "todo homem investido de poder é tentado a dele abusar".

É por isso que poder é concedido para se utilizar com cautela e atos drásticos, interventivos, com mais cautela ainda, porque são atos de exceção; são atos que retiram a liberdade.

E, no caso específico, vejo com alegria que o Colegiado da CVM não tenha caído na tentação de exorbitar do seu poder, não só porque obteve efeito equivalente, como visto acima, mas também porque a profecia dos recorrentes ainda não se verificou.

É que a "trava" irredutível que se anunciava, para manter a cotação da TCO4 "solapada" e cujo ato arbitrário que se solicitava da CVM seria "a única alternativa hábil para evitar a perpetuação de uma situação anormal de mercado, consubstanciada na negociação, na Bolsa de Valores de São Paulo, de ativo (TCOC4) a preços claramente manipulados" não se mostrou assim tão evidente, ao menos num primeiro momento.

De fato, aquela relação de troca alegadamente manipulada, orquestrada e engendrada, feita para dar aos acionistas titulares de ações preferenciais de TCO4 muito menos do que deveriam receber, caso não houvesse essa alegada manipulação, não se mostrou real até agora.

Tanto é que transcorridos mais de 70 dias da decisão da CVM que considerou irregular a relação de substituição e aproximadamente 60 dias da comunicação oficial da TCP de que não prosseguiria com a operação, o "mercado" que antes reclamava, pela voz de alguns, de que a relação de troca seria oprobriosa e que, uma vez fosse afastada, a nova relação de troca, com base nas cotações, livres então da manipulação imposta pelo fato relevante, seria flagrantemente superior à proposta e subiria como o sputnik, disparando imediatamente, mostrou-se ser uma profecia que não se realizou. Qual nada, o mercado vê-se numa situação inusitada, pois que desde então a relação de troca com base nas cotações somente tornou-se pior para os titulares das ações preferenciais da TCO4.

Este oráculo de Delfos, este ser infalível, razão e medidas de todas as coisas, o "mercado", senhor de toda verdade, ao invés de atingir o zênite chegou ao nadir da relação de troca. Aquele efeito tido como certo e irreversível, brandido com toda segurança e convicção, não se verificou.

Isto tudo serve, apenas, para demonstrar os perigos a que podem se sujeitar aqueles que se impressionam com os argumentos de ocasião e apressam-se a tomar decisões pressionadas e impressionadas sem a devida e ponderada reflexão, chegando até a ousar prever o futuro e aqui parece-me mais uma vez oportuno recordar a opinião do ex-Diretor Dr. Marcelo Trindade:

"Essa lição tem perfeita aplicação ao caso brasileiro, pois a CVM não necessita, para o perfeito exercício de suas funções, assumir o risco de decisões irrefletidas ou açodadas – como seriam necessariamente aquelas tomadas sobre o mérito de operações, no calor dos acontecimentos. Os instrumentos de que a CVM dispõe são poderosos e visam principalmente à tutela da informação. A fiscalização e a sanção entre tais instrumentos, são aqueles que permitem a maior eficácia no exercício das funções da CVM." (ob. e loc. cit) (grifou-se)

O mercado, aliás, a bem da verdade, é bom que se diga, não está nem certo nem errado; é apenas o local onde oferta e procura se encontram e o seu preço reflete apenas o resultado dessas forças, um eventual juízo coletivo, onde há, valendo-me da poesia do grande Octavio Paz: "*confluencias de presencias*" (de oferta e demanda, naturalmente).

Nesse sentido, tentando simplificar, quem aliena ações acredita que tem boas razões para fazê-lo, notadamente ser o preço bom para vender, ainda que relativamente, e quem as adquire pressupõe ser o preço atrativo. Quem está certo o comprador ou o vendedor? Eis uma pergunta que não comporta resposta imediata e por isso as afirmativas do mercado devem ser também adotadas com cautela e não como verdades absolutas.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 09 de março de 2004.

Luiz Antonio de Sampaio Campos