

INTERESSADAS: Tele Centro Oeste Celular Participações S/A (TCOC) e Telesp Celular Participações S/A (TCP)

ASSUNTO: Incorporação das ações da TCOC pela TCP

Manifestação de Voto do Presidente Luiz Leonardo Cantidiano

Desejo assinalar, em primeiro lugar, que a operação de incorporação de ações de **Telecentroeste Celular Participações S.A.** (TCOC) pela **Telesp Celular Participações S.A.** (TCP) não pode, e não deve, ser apreciada como uma operação isolada, desvinculada dos atos que a precederam nos últimos meses.

Com efeito, temos, na questão que é submetida à análise da **Comissão de Valores Mobiliários** (CVM), a derradeira etapa de uma operação complexa, anunciada no início do corrente ano, desdobrada em três momentos que, apesar de distintos, englobavam um só negócio: a aquisição de 100 % (cem por cento) da empresa explorada pela TCOC.

Em esclarecimento prestado (no dia 8.12.2003) à CVM, a TCP confirma que, desde o momento inicial, os seus administradores conceberam realizar uma operação que lhe permitisse adquirir a totalidade da empresa explorada pela TCOC:

"O processo decisório relacionado com a aquisição de participação em outra sociedade anônima contempla uma série de análises e decisões a serem tomadas pelo administrador. A primeira delas diz respeito à natureza do investimento que pretende realizar, isto é, se será um investimento minoritário ou controlador. Caso decida adquirir o controle, a próxima decisão concerne à porcentagem do capital social que pretende deter, isto é, se será o único acionista ou se haverá outros acionistas. E, por fim, deve também decidir a estrutura jurídica por meio da qual irá realizar o negócio.

Na reunião de 15 de janeiro de 2003, a administração da TCP deliberou realizar o investimento na TCO por meio da aquisição do seu controle e, na mesma reunião, deliberou que a TCP pretendia ser a única acionista da TCO" (grifo constante do original).

Ou seja, a própria TCP reconhece que o que ela pretendia era adquirir a totalidade do negócio (ou empresa) até então explorado pela TCOC, sem repartir com qualquer outro acionista a titularidade das ações de emissão desta última companhia e, por conseguinte, cem por cento do fluxo de resultados da exploração daquele negócio.

Para se assegurar de que poderia adquirir a totalidade da empresa explorada pela TCOC, nas bases que lhe convinham, a operação foi estruturada pela TCP em três etapas sucessivas:

- a. no primeiro instante, foi contratada a aquisição, pela TCP, do controle acionário da TCOC;
- b. a seguir, foi efetivada, nos termos da legislação vigente (art. 254 A da lei nº 6.404/76 e Instrução CVM nº 361/2002), a oferta pública de aquisição das ações ordinárias detidas pelos acionistas minoritários de TCOC, detentores de ações ordinárias, por um preço que correspondia a 80% do preço que havia sido pago pelas ações de controle;
- c. finalmente, pretende-se agora completar aquela operação, que havia sido anunciada há quase um ano, aprovando-se a incorporação de todas as ações de emissão de TCOC pela TCP.

Também é expressamente confirmado pela TCP, no esclarecimento prestado à CVM, que aquele negócio que ela pretendia realizar foi estruturado em três etapas distintas:

"A operação foi estruturada em três etapas. A primeira etapa seria implementada por meio da aquisição privada do controle da TCO. A segunda, vinculada à primeira, seria a oferta pública para aquisição da participação dos acionistas minoritários – ordinários não controladores. E a terceira e última etapa seria a Incorporação de Ações"

Outro aspecto a ser ressaltado desde logo é que, conforme consta dos esclarecimentos prestados à CVM, a TCP estabeleceu, desde o primeiro momento, o valor global que pretendia gastar para tornar-se titular de 100% do negócio até então explorado pela TCOC. Voltarei ao tema adiante.

Como resultado da execução da primeira etapa da aludida operação, a TCP, através de sua nova controlada (a TCOC), passou a ter direito a desenvolver o negócio que, até então, vinha sendo explorado pela TCOC, em benefício dela própria e de todos os seus acionistas, fossem eles titulares de ações ordinárias e/ou de ações preferenciais. No entanto, enquanto não estiver concluída, na íntegra, a operação concebida e estruturada pela TCP, esta última companhia apenas terá direito a se apropriar de cerca de 30 % do fluxo de resultados da TCOC. Em outras palavras, os demais acionistas da TCOC continuam tendo pleno direito a se beneficiar do restante do fluxo de resultados da aludida companhia, fluxo esse que representa mais de duas vezes a participação que nela (TCOC) detém a TCP.

Ou seja, para que a TCP possa dispor do fluxo resultante da exploração de todos os ativos (tangíveis e intangíveis) que são de propriedade da TCOC, ela necessita incorporar as ações daquela sociedade, sua nova controlada.

Assinalo que nenhuma ilicitude existe, em princípio, pelo fato de uma sociedade, controladora de outra, decidir tornar-se detentora de 100% do fluxo de resultados de outra. Basta, para tanto, que ela (controladora) pague o justo preço das ações de que são titulares todos os minoritários da empresa alvo.

Ocorre que a TCP deseja pagar aos acionistas minoritários de TCOC um preço inferior ao que foi despendido nas duas etapas anteriores da operação.

Lembro que se todos os ativos (tangíveis e intangíveis) da TCOC tivessem sido alienados à TCP, o preço do negócio teria sido recebido pela TCOC, beneficiando, de igual modo, todos os seus acionistas – *titulares de ações ordinárias ou preferenciais* –, na medida da proporção da participação deles no respectivo capital social.

Não estou defendendo, é bom que se frise, até mesmo porque inexistente tal obrigação, a tese de que, para transferir a totalidade da empresa que é explorada por determinada companhia, é vedado ao seu acionista controlador alienar o bloco de ações que lhe assegura o comando político da companhia. O que procuro sustentar é que, no âmbito de uma operação de compra da totalidade de uma empresa, independentemente da estrutura utilizada, o adquirente não pode deixar de assegurar tratamento eqüitativo a todos os acionistas da companhia (titular da empresa a ser objeto de cessão), qualquer que seja a espécie ou classe de ações de que eles forem titulares.

Como sabemos, numa simples e isolada incorporação de ações – *circunstância que, repito, não ocorre na operação que agora é submetida à apreciação da CVM* – todos os acionistas da sociedade que será transformada em subsidiária integral da incorporadora participam, em absoluta igualdade de

condições, dos benefícios inerentes ao acervo daquela companhia, que passa a ser subsidiária integral da sociedade incorporadora.

Isto é, todos os acionistas da sociedade a ser transformada em subsidiária integral recebem determinada quantidade de ações de emissão da companhia incorporadora, quantidade essa que é estabelecida segundo uma relação de troca aplicável a todos eles e que leva em consideração o patrimônio das duas sociedades, observado o critério de substituição de ações que vier a ser livremente fixado pelo acionista controlador da sociedade incorporadora.

Saliento, também, não estar pretendendo defender a tese de que a operação de aquisição de empresa explorada por determinada companhia só pode ocorrer através da incorporação de sociedades, sem que o detentor do bloco de controle possa negociá-lo previamente para que, logo após ser consumada dita cessão (do bloco de controle), o novo controlador venha a decidir pela incorporação de ações.

Nada impede que uma operação de aquisição, por uma sociedade, da totalidade da empresa explorada por outra companhia, venha a ser estruturada nos moldes e com as etapas que foram estabelecidas pela TCP.

O que não se pode admitir é que, tendo a adquirente fixado o preço global pelo qual pretende tornar-se titular de 100% da empresa alvo, ela faça uma conta do fim para o começo, deduzindo o valor que tiver sido pactuado com o cedente do bloco de controle e aquele valor a ser pago aos aceitantes da oferta pública de compra das ações ordinárias detidas pelos acionistas minoritários para, então, destinar o saldo do limite de preço pré-estabelecido para remunerar os demais acionistas, pretextando que toda essa diferença de preço decorre da mais-valia inerente ao bloco de controle.

No âmbito de uma mesma operação, que tem como objetivo confessado fazer com que a TCP seja titular de 100% da empresa explorada pela TCOC, e que se desdobra em etapas diferenciadas e sucessivas, chama a atenção de todos, especialmente do aplicador das normas legais e regulamentares vigentes, o fato de que, enquanto os detentores do controle acionário da TCOC receberam, pela alienação de suas ações (e, portanto, pela venda da quota parte de que eram titulares no acervo da referida sociedade), determinado valor em dinheiro (R\$ 19,49 por lote de mil ações), aos acionistas preferenciais da mesma TCOC, meses depois, pretende-se pagar preço inferior, não mais em dinheiro e sim em ações de emissão da sociedade incorporadora.

Ou seja, os acionistas de TCOC, titulares de ações preferenciais de emissão da referida companhia, estarão recebendo, no âmbito de uma mesma operação (ainda que desdobrada em etapas diferentes) tratamento diferenciado no que diz respeito à cessão da quota parte da empresa que lhes pertence, não apenas porque o valor que lhes é proposto pagar é inferior ao preço que foi pago pelas ações de controle, mas também porque a forma de pagamento é diversa.

Ademais, também não pode deixar de ser ponderado, pelo aplicador da lei, o fato, sumamente relevante, de que dito preço foi fixado cerca de um ano antes da pretendida incorporação de ações, quando a realidade do mercado e, mais que isso, a realidade de cada uma das companhias envolvidas na operação era bem diversa daquela que hoje prevalece. Também chama a atenção do aplicador da lei o fato de, quase um ano após a contratação do negócio que a TCP agora pretende concluir, ela (TCP) insistir na manutenção da relação de troca inicialmente divulgada, apesar de o desempenho das duas empresas (exploradas, respectivamente, por TCP e por TCOC) ter sido bastante diferenciado.

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.

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 início há quase um ano quando do anúncio da aquisição, pela TCP, do controle acionário da TCOC, e que teve por objetivo explícito 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.

A meu juízo, nada obstava a TCP, como fez, de anunciar, naquele instante inicial, todas as etapas da operação que ela pretendia realizar para adquirir o direito de, indiretamente, explorar a prestação do serviço de telefonia celular na área que estava concedida à TCOC, apropriando-se, assim, e legitimamente, da licença para exploração do citado serviço, de todos os equipamentos e de toda a base de clientes que até então eram de propriedade da TCOC.

Tendo sido deliberado pela TCP, desde o início, que o seu objetivo era, ao final da três etapas da estrutura que decidiu montar, adquirir a totalidade da empresa explorada pela TCOC, penso que o mais correto era divulgar, desde o início, o propósito que ela tinha de, na etapa derradeira da estrutura, incorporar as ações de emissão da TCOC.

Entendo, ainda, que a TCP também deveria divulgar, desde o momento inicial, o critério que pretendia utilizar para determinar a substituição de ações, se naquela data essa decisão já tivesse sido tomada pelos seus administradores. No entanto, não podia a TCP ter deixado de divulgar, desde aquela primeira informação prestada ao mercado, as razões pelas quais, a seu juízo, a relação proposta assegurava tratamento equitativo aos acionistas da TCOC, o que ela não fez.

Na verdade, a TCP nada esclareceu quanto ao tema, limitando-se a dizer, meses mais tarde, quando questionada pela CVM, que oportunamente seria apresentado laudo demonstrando a equitatividade do critério escolhido.

Chama a atenção, no primeiro fato relevante divulgado, não apenas a absoluta falta de referência às razões que demonstravam ser equitativa a relação

de troca informada, mas também a menção a possíveis ajustes futuros da relação então divulgada, que seriam decorrentes de auditoria a ser realizada na TCOC e em suas controladas. Na verdade tal advertência demonstra que o critério de relação de troca eleito pela TCP estava relacionado ao valor da empresa da qual a TCP pretendia ser a única titular; tanto isso é verdade que, apresentada pela citada auditoria eventual diminuição do patrimônio da TCOC (pelo surgimento de insuficiências ativas ou superveniências passivas), a relação de substituição sofreria posterior ajuste para refletir a nova situação patrimonial da TCOC e, por consequência, o novo valor da empresa de que ela (TCP) queria ser a única proprietária.

Ao deliberar executar aquela operação complexa – *que seria implementada ao longo do tempo* –, deveria a TCP ter levado em consideração o fato, sumamente relevante, de que o negócio explorado pela TCOC pertencia a todos os acionistas da aludida companhia, independentemente da espécie e classe de ações de que eles eram titulares, razão pela qual, segundo penso, salvo quanto ao valor correspondente ao prêmio de controle, que deveria ser atribuído na sua integralidade aos titulares de ações integrantes do bloco de controle e, parcialmente, aos acionistas minoritários titulares de ações votantes, teriam todos os acionistas da TCOC direito a receber igual valor pela transferência de suas ações.

Em outras palavras, não podia a TCP definir, como relação de substituição de ações, a prevalecer quando da incorporação de ações que viria a ser implementada em momento que, naquela ocasião inicial, ainda estava indefinido, critério que não levasse em consideração a circunstância de que, mesmo após a aquisição privada do controle e depois de realizada a oferta pública determinada pela regulamentação vigente, parte substancial (cerca de 70%) da empresa explorada pela TCOC permaneceria sendo de titularidade dos acionistas minoritários de TCOC, que não poderiam, no âmbito daquela operação complexa, de execução diferida no tempo, receber tratamento diferenciado quanto ao valor de suas ações, salvo quanto ao valor do prêmio de controle, ao qual os titulares de ações preferenciais sabidamente não fazem jus.

Não sendo esse o tratamento assegurado aos acionistas titulares de ações preferenciais de emissão da TCOC, a consequência inafastável é que parte do valor pago, pela TCP, na aquisição das ações de controle, estará sendo arcada pelos referidos acionistas preferenciais, que estarão recebendo pela transferência de suas ações valor inferior àquele que lhes deve ser pago (servindo, a diferença do preço que deles estará sendo subtraída, e que corresponde ao valor da quota parte deles na empresa objeto de cessão, para amortizar parcela do preço que a TCP já pagou ao alienante do controle e aos minoritários ordinários, que aceitaram a oferta pública que lhes foi dirigida pela TCP).

Aliás, é a própria TCP que, ainda que de forma oblíqua, confessa no esclarecimento prestado à CVM, ter estruturado a operação com o objetivo de alcançar um preço global que lhe fosse mais favorável:

"Seria irresponsável, no mínimo, pretender que a administração da TCP decidisse apenas conceitualmente realizar um investimento em TCO, de quem pretendia ser a única acionista, sem, desde o início, (a) definir a contraprestação que seria oferecida, (b) analisar os custos a serem incorridos e (c) o impacto das operações para a empresa e para seus acionistas. Era, portanto, indispensável definir qual contraprestação seria devida pela aquisição da TCO, em cada uma das etapas do processo.

Assim, cientes de seus deveres como administradores perante a TCP, em estrita observância dos Artigos 153 a 155 da Lei das S.A., deliberou o conselho de administração da TCP sobre o preço a ser pago ao antigo controlador de TCO (de cuja deliberação decorreu a definição do preço a ser oferecido aos acionistas ordinários não controladores da TCO) e, também, definiu-se a Relação de Substituição a ser oferecida aos acionistas preferenciais da TCO. Deliberar apenas a realização da Incorporação de Ações teria sido expor a TCP e seus administradores a uma enorme e inconsequente aventura financeira." (grifado no original).

Ainda que de forma implícita, não poderia estar mais claro o propósito que norteou a fixação, pela TCP, desde o momento inicial, de todos os passos da operação que desejava realizar: definir, desde logo, o preço que a referida companhia estava disposta a pagar pela aquisição da totalidade do capital da TCOC, segundo os interesses dela própria e de seus acionistas, ainda que pudesse, ao assim proceder, estar expropriando, de maneira ilegítima, os interesses da maior parte dos acionistas minoritários de TCOC, titulares de ações preferenciais de emissão dessa última companhia, representativas de cerca de 70% do capital da aludida TCOC.

Não me parece que o sistema da lei societária permita que o adquirente de controle de uma companhia aberta possa pagar, pela apropriação de todos os ativos da sociedade cujo controle ele adquiriu, apenas aos acionistas titulares de ações votantes um preço que reflita o valor do negócio adquirido, enquanto que aos acionistas titulares de ações preferenciais é ofertado, tempos depois, e em moeda diversa, valor bastante inferior, que supera a diferença relativa ao prêmio de controle.

Fica agravado, a meu juízo, o comportamento que foi adotado pela TCP quando se constata que, muitos meses após a aquisição do controle da TCOC, e apesar de aquele paradigma da lei (avaliação do patrimônio da companhia a preços de mercado) ter demonstrado que a relação de substituição de ações proposta é iníqua para com os acionistas detentores de ações preferenciais de emissão da TCOC, a TCP ter insistido na manutenção da relação inicialmente arbitrada, apresentando, para procurar demonstrar que o critério escolhido é justo, laudos elaborados – *de forma resumida e simplificada* – por instituições financeiras, laudos esses que diferem das conclusões a que outras áreas das mesmas instituições (Citibank e Merrill Lynch) chegaram quanto ao justo valor das ações preferenciais de emissão da TCOC.

Não pretendo defender a teoria de que necessariamente devesse ser adotado, para estabelecer a relação de troca, o critério que a lei considera para efeito de exercício do direito de retirada. O que me chama a atenção é a circunstância de, após longo período de tempo decorrido, a TCP insistir em defender a relação de troca inicialmente divulgada, apesar de terem sido apontados valores diferenciados.

Lembro que em parecer elaborado no mês de julho de 1981, a pedido de advogados de acionistas minoritários (titulares de ações preferenciais) do Banco Mineiro S.A., que seria incorporado pelo Unibanco S.A. (que acabara de adquirir o controle acionário do Banco Mineiro S.A.), o Professor **Fábio Konder Comparato** assinalou, com absoluta pertinência, que

"Na aquisição de controle com vistas à imediata incorporação da companhia controlada pela controladora, o que ocorre, no conjunto das operações, é uma cessão da empresa. Tudo se passa como se a sociedade incorporadora houvesse adquirido a totalidade do acervo empresarial da incorporada, pagando a esta o preço dessa aquisição. Apenas o resultado é obtido mediante duas operações distintas (aquisição das ações de controle e subsequente incorporação), ou seja, o que a prática norte-americana denomina *two steps acquisition* ou *two steps take-over*. Assim sendo, é antijurídico que esse preço total de aquisição da empresa (e não o preço de aquisição do controle, simplesmente) seja distribuído aos acionistas da incorporada, desproporcionalmente à sua participação no acervo empresarial. Nem estão as partes no negócio de cessão de controle (primeira etapa do conjunto de operações), isto é, o antigo e o novo controlador, legitimados a determinar, como quiserem, a forma de distribuição aos acionistas não-controladores, desse valor da empresa cedida; ou, o que é pior, autorizados a privar tais acionistas de qualquer participação nesse valor. Seria isto defraudar os não controladores do direito fundamental à manutenção de seu *status socii*."

O princípio defendido pelo ilustre comercialista de São Paulo, que analisava uma operação de incorporação de sociedade pelo adquirente de seu

controle, também é inteiramente aplicável à operação, estruturada em etapas distintas, mas que visa, pela incorporação de ações da sociedade cujo controle acabou de adquirir, apropriar-se da empresa que a adquirente deseja transformar em sua subsidiária integral.

Como foi oportunamente referido no MEMO/CVM/SEP/GEA-4/030/03, "a incorporação das ações dos minoritários de companhia controlada caracteriza-se como sendo, na sua essência, uma operação onde o acionista controlador está deliberando consigo mesmo, visto que está presente, nas deliberações de ambas as companhias, apenas a vontade, ou seja, não existem duas maiorias acionárias distintas, que deliberem, separadamente, sobre a operação defendendo os interesses de cada companhia. Diante disso, a incorporação de ações de companhia controlada impõe ao controlador procedimento rigoroso na justa avaliação dos patrimônios e na equânime relação de troca das ações".

Como assinala o Professor **Fábio Konder Comparato** no parecer acima aludido,

"Observou-se, assim, preliminarmente, que em se tratando de incorporação de controlada por controladora, é preciso afastar a idéia de que os termos e condições do negócio possam ser definidos, livremente, pelas partes, como se estas negociassem com autonomia (*at arms' length*)."

Noto, pela leitura dos esclarecimentos que foram prestados à CVM pela TCP, que os seus administradores, para não incorrer na "aventura financeira" a que se referiram, decidiram privilegiar seus próprios interesses, ainda que em detrimento dos legítimos interesses dos acionistas minoritários de TCOC, que ainda são titulares da maior porção (cerca de 70%) da empresa explorada pela TCOC e que, ao serem compulsoriamente transformados em acionistas da TCP, estarão deixando de receber uma parte do valor da empresa que, indiretamente, lhes pertence.

Os pareceres que foram apresentados pela TCP, elaborados por ilustres juristas – Luiz Gastão Paes Leães e Modesto Carvalhosa – não analisam, a meu juízo, o cerne da questão em debate. Limitam-se a procurar demonstrar e defender aquilo que já é plenamente aceito pelo nosso sistema, isto é, que as ações ordinárias de controle, porque asseguram o comando da sociedade, fazem jus, quando da alienação do respectivo bloco, ao recebimento de um prêmio, que não deve ser pago aos titulares de ações preferenciais.

Ninguém discute tal afirmação que, salvo engano, representa a posição unânime da doutrina e da jurisprudência sobre o tema.

O que os ilustres juristas deixam de analisar é o fato de que, na venda da totalidade da empresa, salvo quanto ao valor do prêmio que é pago ao detentor do bloco de controle, todos os acionistas da companhia que explora a empresa objeto de cessão têm igual direito a participar do negócio, observada a respectiva proporção de participação no capital social.

Em outras palavras, os pareceristas não enfrentam a verdadeira questão que está submetida à apreciação da CVM: saber se, no âmbito de uma operação complexa, desdobrada em etapas sucessivas que são implementadas ao longo do tempo, mas que compõem um só negócio, e que visam, desde o momento inicial, assegurar a aquisição de 100% da empresa explorada pela companhia alvo, pode a adquirente tratar de maneira diferenciada os acionistas da companhia de cujo negócio a adquirente pretende se apossar, reforçando – *sob o manto de pagamento do prêmio de controle* – o preço de uns (que detêm a parcela menor da empresa alvo) e, em contrapartida, reduzindo a parcela a ser pagar àqueles que são detentores de cerca de 70% da empresa objeto de transferência.

O tema não é enfrentado pelos ilustres juristas que, como referido, limitam-se a discorrer sobre algo que não é objeto de contestação ou discussão.

Como já mencionado antes, não pretendo negar o fato de que o valor das ações que integram o bloco de controle de uma companhia é superior ao valor de cada ação considerada isoladamente, especialmente quando ela é da espécie preferencial sem direito a voto.

Isto porque, como todos sabem, o mercado atribui, ao bloco de controle, um prêmio a que apenas faz jus o detentor do referido bloco.

O que não posso admitir, no entanto, é que, travestido de sobrepreço correspondente ao prêmio de controle, procure-se justificar a disparidade de valor entre o preço arbitrado, no negócio de transferência da empresa, entre as ações ordinárias e preferenciais de emissão da sociedade que vinha explorando a empresa que é objeto de cessão.

Também não posso aceitar que dita disparidade de valores tenha sido estabelecida para acomodar os interesses da TCP, adquirente da empresa cedida, cujos administradores não pretendiam, como confessado, expô-la a uma "enorme e inconseqüente aventura."

Apesar de considerar legítimo que o adquirente da empresa venha a estruturar a operação que deseja realizar contemplando, na etapa derradeira do processo, uma incorporação de ações, penso que a decisão adotada pela TCP, além de outros motivos de natureza legítima, também contempla a necessidade de acomodar os interesses da referida TCP à realidade com que ela se defrontava: (a) considerando o interesse que ela tinha de adquirir a empresa até então explorada pela TCOC, (b) levando em conta o valor que o detentor do bloco de controle desta sociedade arbitrou para transferir aquele conjunto de ações e (c) tendo presente o preço limite que a TCP estava disposta a pagar pela compra da referida empresa, foi decidido pelos seus administradores estruturar a operação de um modo que lhe permitisse, sem possibilidade de reação dos acionistas minoritários de TCOC, apropriar-se das demais ações (detidas pelos minoritários) a um valor que lhe permitisse pagar, como preço global de aquisição, aquilo que estivesse dentro do limite pré-estabelecido.

Porque me parece que a TCP, ao decidir incorporar as ações de TCOC, objetivou apropriar-se da maior parcela da empresa explorada por esta última companhia a um preço que conviesse aos seus interesses, sem que os acionistas minoritários de TCOC pudessem oferecer qualquer resistência – *na medida em que a incorporação de ações é ato unilateral do controlador, que não pode ser objetado pelos minoritários* –, estou convencido de que assiste razão ao reclamante quando sustenta estar caracterizada a prática de abuso de poder de controle, expressamente capitulada no art. 117, § 1º, alíneas "a" e "b" da lei 6.404/76, visto que:

- i. com a decisão de proceder à incorporação de ações, o novo acionista controlador da TCOC (a TCP) estará obtendo um favorecimento indevido, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários no acervo da referida companhia,
- ii. ao promover a pretendida incorporação de ações, estará a TCP sendo motivada pelo propósito de alcançar, pela compra da totalidade da empresa explorada pela TCOC, o preço limite que estabeleceu para o negócio que decidiu realizar, em prejuízo dos demais acionistas da aludida TCOC, que não estarão recebendo o justo valor que lhes deve ser atribuído, proporcional à participação deles na empresa que é objeto da cessão pretendida.

Segundo lição de Modesto Carvalhosa,

"A figura do abuso de poder engloba as duas outras categorias (abuso de direito e desvio de poder), sendo uma forma qualificada daquelas. É neste que se insere o comportamento ilícito e danoso do controlador, na medida em que ele é titular de um direito que lhe outorga poder, susceptível, por ato ilícito seu, de ser desviado ou abusivamente exercido.

O abuso de poder de controle resulta da causa ilegítima de decisões tomadas com a única finalidade de prejudicar uma categoria de acionistas ou para satisfazer os interesses exclusivamente pessoais de alguns deles. Nessa

hipótese, o controle é desviado de sua finalidade legítima, ou seja, assegurar a acumulação do patrimônio social e a prosperidade da empresa" (Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, Ed. Saraiva, 1998, vol. 4, pág. 446).

Conforme salienta o Professor **Fábio Konder Comparato**, no parecer acima mencionado,

"Já tive a oportunidade de observar que o nosso direito incorporou, nesse particular, a experiência norte-americana do *fairness test*, consagrada jurisprudencialmente há mais de um século. Para os tribunais ianques, a celebração de um contrato entre a companhia e seu diretor faz presumir o prejuízo para a sociedade e implica o ônus, para o administrador em causa, de provar a completa lisura da operação, segundo os parâmetros que a nossa lei veio a adotar: razoabilidade e habitualidade do negócio com terceiros.

Na definição das situações conflitivas é indispensável ter em mente, de modo perfeitamente claro, em que consiste o "interesse social", que a nossa lei refere como sendo "interesse da companhia". Não se trata, como superiormente demonstrou ASCARELLI, de interesse estranho aos sócios, pois a companhia, estritamente falando, reduz-se, afinal, aos seus acionistas. Mas o fato de o interesse social ser, em última análise, dos próprios acionistas não significa que seja qualquer interesse de acionistas. É, tão-só, interesse social, no sentido técnico-legal, o que for comum a todos os acionistas, ou seja, o interesse próprio destes, enquanto acionistas. E esse interesse só pode ser afinado com o escopo social de produção e repartição de lucros."

Não estou convencido, depois do longo e minucioso exame que fiz de todo o processo, que a TCP tenha conseguido demonstrar, de forma clara e inofismável, a completa lisura da operação que, iniciada quando da aquisição do controle da TCOC, ela pretende agora concluir com a incorporação de ações de emissão dessa última companhia.

O fato de a operação ter sido estruturada, como já referido, para possibilitar a aquisição, pela TCP, da empresa que era explorada pela TCOC, respeitado o limite de preço que a adquirente estava disposta a despende, aliado à circunstância de que parte maior do respectivo preço estava destinado ao antigo controlador e, por conseqüência, aos minoritários detentores de ações ordinárias (aos quais foi pago preço correspondente a 80% do preço de compra do bloco de controle), sem que tenha ficado comprovado, de forma inquestionável, que estaria sendo assegurado tratamento eqüitativo aos minoritários titulares de ações preferenciais, me faz concluir que a proposta, a ser submetida às assembléias gerais de TCP e de TCOC, não respeita a legislação vigente.

A circunstância de a relação de substituição de ações de emissão de TCOC, detidas pelos acionistas preferenciais dessa companhia, ter sido estabelecida há cerca de um ano, quando a realidade do país e das duas companhias (TCP e TCOC) era diversa da situação presente, acrescida do fato de os laudos de avaliação terem sido elaborados de forma resumida e simplificada – *o que demandou à CVM formular diversas solicitações de esclarecimento, algumas das quais prestadas de maneira parcial ou incompleta*, –, assim como os diferentes resultados a que chegaram algumas das instituições que os elaboraram, só reforça meu entendimento de que na operação realizada, se considerada no seu conjunto, aos acionistas detentores de ações preferenciais da TCOC não está sendo assegurado o tratamento eqüitativo que a lei exige seja observado em operações dessa natureza.

Não tem a CVM, no entanto, competência legal para determinar qual deva ser a relação de troca que assegure, aos acionistas de TCOC, quando da incorporação de ações que a TCP pretende implementar, o tratamento eqüitativo exigido pela regulamentação vigente.

Se as partes envolvidas na operação não chegarem a um consenso quanto à relação de substituição que deva prevalecer, incumbe aos acionistas de TCOC que se sentirem prejudicados procurar obter, em juízo, inclusive através de laudos periciais, a exata definição da relação de substituição de ações que possa preservar o tratamento eqüitativo previsto em lei.

Ressalto, ainda, em linha com o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da CVM, endossado pela Procuradoria Federal Especializada da autarquia que, decretada a interrupção do prazo de convocação das citadas assembléias gerais, as novas reuniões de TCP e de TCOC não poderiam ser convocadas para serem realizadas no dia 7 de janeiro próximo pois que, a despeito de poder haver a convocação imediatamente após a decisão da CVM que interromper o curso do prazo de antecedência da assembléia, a sua realização somente pode ocorrer no prazo mínimo de 15 dias após o término da interrupção, conforme estabelece a Instrução CVM 372.

Com efeito, interrompido aquele prazo, a nova convocação deve ser feita com 15 dias de antecedência, contado, esse prazo, da data em que tiver sido encerrada a aludida interrupção, ou seja, 15 dias após o 29 de dezembro de 2003 (visto que a interrupção se encerra hoje, 26 de dezembro de 2003, e que o primeiro dia útil subsequente é o dia 29 de dezembro de 2003).

Ou seja, aquelas assembléias apenas poderão ser realizadas a partir do dia 12 de janeiro de 2004.

Rio de Janeiro, 26 de dezembro de 2003

Luiz Leonardo Cantidiano