

Manifestação de voto do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos

Muito embora acompanhe a opinião da área técnica, gostaria de ressaltar que, nos planos teórico e abstrato, concordo com o voto do Sr. Presidente, no sentido de que o acionista minoritário deve receber integralmente o valor da empresa e que não seria lícito ao acionista controlador, adquirente do controle, fazer uma conta do fim para o começo, com a finalidade de retirar dos acionistas minoritários valores a que faziam jus.

Aliás, insisto que, a meu ver, o acionista minoritário, seja ele titular de ação preferencial ou ordinária, deve sempre e em qualquer situação receber o valor da empresa nas operações de incorporação, sendo irrelevante que a incorporação ocorra seguidamente à aquisição do controle ou muito após. A ação deve ser sempre avaliada, nestas hipóteses, como uma fração, uma parte-alíquota, do valor do negócio, como um todo, de sorte que isoladamente não deveria haver diferença entre o valor de cada ação.

Ressalvo, evidentemente, que este conceito não vale para as ações integrantes do bloco de controle, que, como bem coletivo, reúne características distintas e concede ao seu titular poder especial, nomeadamente o poder de controle e por isso se admite e é da tradição e costumeiro o pagamento de sobre-preço como prêmio de controle. O mesmo ponto vale para as ações ordinárias minoritárias, que, por expressa disposição legal, têm direito a uma parte do prêmio de controle. As ações preferenciais, salvo disposição estatutária específica, não têm direito a qualquer parcela do prêmio de controle. Este é o sistema da lei.

A dúvida teórica, que pode existir, é sobre qual seria o melhor critério para aferir o justo valor da empresa e aí, naturalmente, pode haver uma certa discricionariedade na escolha.

Mas não basta a conclusão nestes planos teórico e abstrato, é preciso que os fatos se ajustem à teoria, de forma a se enquadrem à moldura legal.

Nesse passo, acompanho a manifestação da área técnica que, ao não encontrar, por ora, prova definitiva de inconsistência ou irregularidades nos laudos que permitissem desde logo desqualificá-los, recomenda a apuração no inquérito já aberto, diante dos indícios, mencionados no voto do Sr. Presidente, de que tenha sido feita uma conta do fim para o começo, considerando o valor das participações dos acionistas preferencialistas como o saldo do preço a pagar, e não como a correspondente fração do valor da empresa.

No fundo, a grande dificuldade que tenho é que não vejo, em tese, diferença entre valor da empresa e valor da participação, conforme parece ver o voto do Sr. Presidente. Vejo, apenas, diferença entre valor da empresa e valor de controle. O mercado, quando negocia a ação, avalia a empresa, por suposto; o que pode ocorrer é que o mercado tenha uma percepção distinta sobre o valor da empresa do valor verdadeiro ou real, mas isto é outra coisa.

Assim, quem compra uma ação está comprando um pedaço, uma fração, uma parte-alíquota, do valor da empresa. O mercado certamente considera o valor da empresa ao negociar; coloca eventualmente algum desconto, por conta da eventual falta de liquidez, incerteza e outros riscos, mas certamente não desconsidera o valor da empresa. O que talvez possa fazer diferença é a repartição dos ganhos de sinergia, de escala, etc..., mas disso o voto não trata e é uma questão complicadíssima, que, mais uma vez, exigiria o exame dos laudos.

Quanto ao caso concreto, parece-me que há uma questão principal a enfrentar: se a relação de troca estabelecida, for, nos dias de hoje adequada e justa, nada há que se possa fazer e disso não deveria decorrer, inclusive, qualquer frustração, já que a incorporação de sociedades ou de ações é uma situação da vida a que está sujeita qualquer sociedade.

Disso decorre, naturalmente, que, da estrutura formal da operação, não transparece ilegalidade, como reconhece expressamente o voto do Sr. Presidente. São formas típicas e previstas em lei, que somente encerrarão ilegalidade, se a relação de substituição não for adequada, justa.

A meu ver, ilegalidade somente poderá haver se a relação de troca não for adequada e nesse ponto, por ora, é irrelevante o método de avaliação, mas sim o que é considerado nesse método. Dito de outra forma, se a relação de troca for justa, não haveria abuso na operação e, por enquanto, para efeito de argumentação, adoto o conceito de relação de substituição justa amplo e abstrato.

Isso serve para demonstrar que, ao fim e ao cabo, o que realmente importa é a adequação da relação de substituição no momento da incorporação e para essa verificação parece-me fundamental que se mergulhe nas questões dos laudos, para se verificar se deixou de considerar em uma sociedade ou considerou a mais em outra, sem prejuízo de outros pontos, e quais dos valores e critérios essenciais (e aí os intangíveis podem ter aplicação) os laudos capturam ou deixam de capturar para o valor da empresa.

E nessa parte entendo que, tendo a área técnica afirmado que, por ora, não tem elementos que caracterizem de maneira definitiva a inconsistência dos laudos, seria preciso ir além de dizer serem os laudos apresentados "de forma resumida e simplificada, e que diferem de conclusões de outras áreas das mesmas instituições, que chegam a outro valor, sem se adentrar, com algum nível de detalhe, nas explicações e justificativas que foram dadas.

Mas essa parte é fundamental, porque, já se disse, e com razão, que o princípio da incorporação é o de que os acionistas da sociedade incorporada passem a deter na sociedade incorporadora o mesmo valor que possuíam antes da incorporação da sociedade, de tal sorte que cada acionista da sociedade resultante da incorporação deve receber, após a reunião dos patrimônios, o mesmo valor que possuía nas sociedades antes da incorporação.

Penso que não se pode imaginar, quanto ao valor da empresa, que exista um valor etéreo e desconhecido e aí vejo uma certa confusão conceitual. Em casos passados, fazia certo sentido a discussão do valor dos intangíveis, vez que a incorporação se dava por valor patrimonial e o valor patrimonial, de fato, não considera o valor da empresa em andamento, como um *going concern*, e, portanto, desconsidera os intangíveis, clientela, etc...

No caso presente, contudo, se está avaliando as empresas como um *going concern*, através inclusive do fluxo de caixa já com a presença e o benefício do novo acionista controlador, que, em tese, captura todos os intangíveis, notadamente considerando que esses intangíveis só têm valor na medida em que possam trazer resultados financeiros. Qual seria então a parte ponderável do valor da empresa que não estaria sendo atribuída aos minoritários da TCOC ou que eles estariam arcando, sem que se aponte o equívoco dos laudos?

De outro lado, entendo que, conceitualmente, qualquer critério adicional que se deva considerar na avaliação da TCOC deveria também incidir na avaliação da TCP, para fins de termos critérios e fórmulas de avaliação consistentes, protegendo os acionistas de ambas companhias, ressalvadas as hipóteses, que não vejo no caso, do descabimento de algum critério para uma das companhias ou, evidentemente, de imposição legal.

Outro ponto que me parece relevante é que, no curso da operação, foram apresentados 3 laudos de avaliação pelo critério de fluxo de caixa. Os reclamantes não disseram qual a relação de troca que entendem adequada, limitando-se a dizer que não é a que foi proposta pela TCP.

Nessa linha, também não vi análise que comprovasse que o valor pago por ação de controle, considerado o histórico de prêmios de controle pagos no Brasil, estivesse desmesurado, levando-se em conta os valores atuais, o que também, a meu ver, dificulta que se afirme de maneira peremptória a ilegalidade da operação.

Assim, por mais que se possa suspeitar de que tenha sido feita uma conta "do fim para o começo" no momento da definição da operação como um todo — e aparentemente há razões para isso —, essa suspeita não é suficiente, é preciso a prova, que para ser feita, a meu sentir, precisa enfrentar os

laudos.

A par disso, reitero, a bem da clareza, que o valor de patrimônio líquido a preços de mercado não é necessariamente o melhor critério para definir a relação equitativa de substituição, nem é de adoção obrigatória, mas tão-somente a sua divulgação para fins informacionais e, eventualmente, de exercício de direito de retirada, tanto que o art. 264 da Lei das S.A. expressamente admite e sempre admitiu o adoção de relação de substituição diversa e inclusive menos vantajosa, como aliás reconhece expressamente o voto do Sr. Presidente.

É verdade que a lei concede, em certos casos, direito de recesso especial, que pode considerar o valor de patrimônio líquido a preços de mercado, muito embora tal situação só tenha se tornado aplicável à companhia aberta pela Lei nº 9.457/97 — a mesma que retirou esta faculdade se houver liquidez ou dispersão —, pois que na redação original tal hipótese não se estendia à companhia aberta, cujo valor de recesso especial seria o de cotação em bolsa.

A razão do valor patrimonial a preços de mercado, segundo penso, está relacionada à divulgação de uma informação adicional, a qual o acionista não obteria facilmente, como é o caso do valor de patrimônio líquido contábil e do valor de bolsa e ao fato de que, conforme já se disse, a incorporação encerra a dissolução da sociedade incorporada e na dissolução, ordinariamente, o balanço de liquidação nada mais é do que, grosso modo, a avaliação do patrimônio a preços de mercado, notadamente a preços de realização e daí porque se garantir ao acionista da incorporada o valor que teria a receber caso a sociedade incorporada fosse liquidada.

Não é por outra razão que o parecer do prof. Comparato, tantas vezes invocado no voto do Sr. Presidente, diz que: "é somente isto, aliás, que dispensa no processo de incorporação, a liquidação da companhia incorporada. Esse procedimento abreviado, de dissolução sem liquidação, somente se aplica quando se respeita, integralmente, o status patrimonial dos sócios da incorporada".

Mas evidentemente no caso presente este fato é irrelevante, uma vez que o valor de bolsa excede o valor de patrimônio líquido a preços de mercado, donde esta proteção não tem lugar.

Pareceu-me importante deixar claro isso, para evitar equívocos de interpretação, , que se pudesse dar extensão indevida e equivocada ao voto do Sr. Presidente, no sentido de ser um precedente de que a CVM entenderia que o melhor, o mais equitativo, critério de relação de troca seria o patrimonial a preços de mercado, que no caso pode ser benéfico aos minoritários de TCO, mas que não faltarão casos onde será terrivelmente prejudicial.

Além disso, tenho para mim que o prazo do anúncio ou a data de referência dos valores pode não ter relevância, na medida em que a relação de troca continue adequada, conforme demonstra um sem número de operações já realizadas em mercados mais desenvolvidos, como os Estados Unidos e o próprio Brasil, havendo mesmo decisões da CVM nesse sentido.

O fato é que, a meu juízo, não se pode fechar os olhos para os laudos e documentos produzidos, e dizer-se que não servem ou não provam o que deveriam provar, sem apontar a razão porque não provariam.

Enfim, nestes casos, a via do § 5º do art. 124 da Lei das S.A. talvez não seja o melhor caminho, e sim o inquérito, visto que não haveria ilegalidade patente, mas quando muito indícios de abuso de poder de controle ou de falta de equitatividade, como bem entendeu a área técnica, inclusive porque assim parece-me que fica protegido o devido processo legal, na medida em que o voto do Sr. Presidente conclui que a situação caracterizaria abuso de poder de controle, o que não é uma ilegalidade formal, mas sim uma conduta ilícita do acionista controlador, a qual demanda, para sua caracterização, processo administrativo.

É o meu voto, salientando, mais uma vez, que a questão é de prova e que, como não cabe à CVM estabelecer a relação de troca justa e adequada, o Judiciário certamente saberá fazê-lo, à luz das provas que as partes envolvidas venham a produzir, solucionando devidamente a questão, caso a operação seja levada adiante e submetida à sua apreciação.

Rio de Janeiro, 26 de dezembro de 2003.

Luiz Antonio de Sampaio Campos

Diretor