

ASSUNTO: Consulta da Cia. Piratininga de Força e Luz sobre dispensa de elaboração de laudo de avaliação previsto no art. 264 da Lei 6.404/76

VOTO VISTA DO DIRETOR LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS

A meu ver a questão não está apenas na existência ou não de direito de recesso na companhia incorporada, para fins de laudo para fins do art. 264, pelas razões que a seguir exponho, de forma resumida.

É que inobstante, de fato, não haver direito de recesso, dado que 100% dos acionistas da companhia incorporada, por ser a mesma pessoa, votariam favoravelmente à operação, este ponto a meu ver não é o único a justificar a apresentação do laudo de avaliação da relação de substituição, havendo mesmo outras justificativas que até mesmo antecedem o direito de recesso, que é o direito à informação.

Com efeito, o Colegiado da CVM já teve oportunidade de se manifestar no processo nº RJ2001/9986 a esse respeito, e o fez em termos de que a inexistência de recesso isoladamente não desobrigaria o laudo. Veja-se passagem do voto aprovado:

"Como se vê, o *caput* do art. 264 dispõe expressamente no sentido de que, quando se trate de "*incorporação, pela controladora, de companhia controlada*", terá ele incidência. Além disto, extrai-se claramente da norma que a sua preocupação é informacional, pois lê-se no *caput* que, "*além das informações previstas nos arts. 224 e 225*", a justificação deverá conter o cálculo das relações de substituição com base no valor do patrimônio líquido das ações a preços de mercado.

Os arts. 224 e 225 da Lei 6.404/76, referidos pelo *caput* do art. 264, tratam dos requisitos do *protocolo* e da *justificação* em operações de incorporação, e aplicam-se quer haja direito de recesso, quer não.

Logo, a boa interpretação da lei leva a concluir que ao mandar acrescentar àquelas informações dos arts. 224 e 225 outra — o cálculo das relações de substituição —, a Lei não estatuiu como requisito de sua incidência a existência de acionistas com direito de recesso, pois para fazê-lo precisaria ter sido expressa.

Nem se diga que o § 3º do citado art. 264 autoriza entendimento diverso, ao garantir que o cálculo do valor de reembolso, devido se houver recesso dos acionistas da incorporada, será feito pelo valor mais favorável, entre o de reembolso e o de patrimônio líquido a preços de mercado.

Naquele parágrafo não se encontra qualquer ressalva à aplicação do *caput* na hipótese de sua não incidência, e portanto seria de péssima técnica de interpretação tomar a nuvem por juno, e enxergar em norma de parágrafo a explicação para a existência de *caput*.

Quisesse o legislador aplicar o art. 264 apenas se houvesse recesso, então o parágrafo 3º seria o *caput* do artigo, e o *caput* mera explicação, em parágrafo, da formalidade a ser adotada.

Por fim, vale ressaltar que, sendo a *informação* o principal bem jurídico tutelado pela CVM, por força das normas legais que regem a sua atividade, naturalmente que em caso de dúvida sobre que interpretação legal adotar, deve esta autarquia optar sempre pela interpretação que, sendo cabível e correta, privilegie a *informação* ao mercado."

Mas antes mesmo do Colegiado da CVM assim decidir, já se fixara o Prof. Alfredo Lamy Filho, nos seguintes termos:

"Essa informação - imposta para evidenciar a equidade no cálculo da incorporação votada pelo controlador dos dois lados da operação - seria também, (no caso de companhia fechada) uma alternativa para o valor do reembolso dos acionista dissidentes. Revogado o direito de recesso na hipótese de incorporação (pela vigência da Lei nº 7.958, de 1989) subsiste a exigência para esclarecimento do critério adotado na fixação da relação de troca, e ciência dos acionistas- tanto da incorporadora como da incorporada - da inexistência de abuso de poder por parte do controlador (art. 115 da Lei)." (A Lei das S.A., vol. II, 2ª edição, pág. 328 - grifou-se.)

Recorde-se aqui, então, a razão de ser do artigo 264, na forma da exposição de motivos do anteprojeto que se converteu na Lei nº 6.404/76:

"A incorporação de companhia controlada requer normas especiais para a proteção de acionistas minoritários, por isso que não existem, na hipótese, duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia".

A solução adotada pelo Projeto pode ser assim resumida:

- a. a justificação da operação apresentada à assembléia geral da companhia controlada deve comparar o patrimônio das duas companhias com base no valor do patrimônio líquido, a preços de mercado (...);
- b) se as bases da incorporação aprovadas pela maioria da controladora forem menos vantajosas (para os acionistas minoritários da controlada) do que a comparação referida na letra anterior, os acionistas dissidentes terão direito de retirada, podendo optar pelo valor de reembolso das suas ações pela cotação de mercado (no caso de companhia aberta), ou pelo valor de patrimônio líquido contábil a preços de mercado (na companhia fechada) (art.263, § 3.º).

Penso, então, que a despeito de não haver hipótese de recesso, a informação segue sendo relevante pois o que o artigo, a meu ver, visa, no primeiro momento, à falta de uma diversidade de vontades a deliberar, é que as companhias apresentem informações adicionais para demonstrar que a relação de substituição proposta, à luz de alguns critérios, é razoável ou justificada e que um eventual interesse extra-societário não está prevalecendo. O art. exige, pois, que se dê demonstrações adicionais de relação de substituição, sem, contudo, ficar, por óbvio, a elas vinculadas, tudo no sentido de que os acionistas tenham um padrão de referência adicional para examinar a relação de substituição prevista no protocolo.

Entendo que esta interpretação ganha mais força, inclusive, após a inserção (explicitação, como preferem alguns) do novo parágrafo 4º do art. 264, já que a incorporação pode trazer distorções em razão do interesse econômico - assim entendido a participação direta ou indireta nas companhias envolvidas, o que pode fazer com que a vontade determinante (i.e. do controlador final ou comum) pretenda em melhorar a relação para a sociedade na qual detém

maior interesse, de forma a ser menos diluído.

O ponto que merece discussão é que, a rigor, o art. 264 faz referência apenas aos acionistas da incorporada, o que deixa bastante tranqüila a conclusão quanto à exigência de laudo, mesmo que não haja recesso na companhia incorporada.

Se fosse esta a conclusão, seria incensurável a posição da área técnica, já que a informação seria limitada à sociedade incorporada e como 100% dos acionistas da sociedade incorporada estariam de acordo, não haveria público ou destinatário para esta informação.

De outro lado, caso se entenda que o laudo é exigível por conta dos acionistas de ambas as sociedades envolvidas na operação, notadamente por conta do novo parágrafo 4º, inserido com a Lei nº 10.303, o resultado já não poderia ser o mesmo.

E abro aqui um parêntese para esclarecer que embora intuitivamente de logo se indique que numa operação de incorporação de partes relacionadas, como visto no *caput* do art. 264, se pense sempre em uma operação de cima para baixo, onde a controladora incorpora a controlada e que o eventual uso indevido do poder estaria ligado diretamente com a subavaliação da relação de troca dos acionistas minoritários da companhia incorporada, tal não é a única hipótese. Daí porque certamente o *caput* toma por referência a incorporada.

Certamente hipóteses há em que aquele que detém o poder de mando e que talvez seja a vontade suficiente para determinar a direção da deliberação detenha interesse maior direto ou indireto na companhia incorporada e nessa linha o mal uso poderia vir da superavaliação da companhia incorporada, na relação de substituição, de modo que ao cabo da operação ele passe a ter um interesse maior na companhia incorporadora, como resultado da incorporação.

O ponto seria, então, que, potencialmente, há duas minorias que merecem proteção em uma operação de incorporação, e daí toda a complexidade decorrente, posto que se houver injustificado desequilíbrio na relação de substituição dependendo para que lado este injustificado desequilíbrio pender é que poderia haver a má utilização, ora em detrimento da incorporadora ora em benefício desta e por conseguinte em prejuízo da incorporada.

O laudo de avaliação a que se refere o art. 226, por sua vez, não supre esta necessidade, porque a finalidade daquele laudo é essencialmente a de manter a realidade do capital social e sua integridade, mas não vincula a relação de substituição.

A meu ver o parágrafo 4º do art. 264 autoriza que se exija o laudo em qualquer operação em que haja uma reorganização societária envolvendo sociedades sob controle comum (o que necessariamente incorporação de controlada ou controladora é), posto que se pretendeu ali trazer a regra geral do art. 264 e aplicá-la a estas operações, fazendo, naturalmente, as adaptações necessárias.

E para comprovar este entendimento, parece-me pertinente trazer o parágrafo 4º, do art. 264, na sua redação original, que dizia aplicar-se à fusão "de companhia controladora e controlada as normas especiais previstas neste artigo". Naturalmente, na fusão, não há sociedade absorvida, mas sim a união de duas sociedades que darão origem a uma terceira e ao remeter as especificidades do artigo para a fusão (e agora para todas as operações de reorganização societária, exceção feita à cisão), o laudo servirá aos acionistas de ambas as companhias envolvidas na fusão.

É como voto.

Rio de Janeiro, 25 de outubro de 2004.

Luiz Antonio de Sampaio Campos

Diretor