

Processo: CVM Nº RJ 2006/3388 (Reg. Nº 5180/2006)

Interessada: Hedging-Griffo CV S.A

Assunto: Recurso contra entendimento da SEP referente à reestruturação societária da Telefônica Data Brasil Holding S.A

Relator: Sergio Weguelin

RELATÓRIO

1. Trata-se de recurso interposto por Hedging-Griffo CV S/A, na qualidade de representante de diversos fundos de investimento, contra entendimento da área técnica, que não exigiu da Telefônica Data Brasil Holding S.A ("TDBH") a divulgação do orçamento de resultados e do orçamento de investimentos para 2006 e o plano de negócios para aprovação de crédito fiscal de 2005.
2. Em 24.03.06, tendo em vista a divulgação via sistema IPE de fato relevante dando conta de que em 09.03.06 havia sido aprovada, na 44ª Reunião Extraordinária do Conselho de Administração, por maioria, a proposta de incorporação da TDBH pela TELESP, bem como a respectiva avaliação para determinação da relação de substituição das ações, a ser submetida aos acionistas, os Recorrentes ingressaram nesta CVM com uma reclamação, em razão da não disponibilização de documentos que basearam o voto dissidente do único conselheiro que não foi indicado pelo acionista controlador. Alegaram que os documentos listados pelo referido conselheiro - o orçamento de resultados e o orçamento de investimentos para 2006, aprovados na 42ª RCA de 20.02.06, e o plano de negócios para aprovação de crédito fiscal aprovado na 35ª RCA de 21.02.05 - seriam de vital importância para o exercício do direito de voto pelos acionistas na Assembléia-Geral Extraordinária convocada para aprovar a operação, visto que através deles poderiam confirmar o caráter justo da relação de troca proposta pela companhia e votar de acordo com suas convicções. Ressaltaram que toda e qualquer informação relevante para a tomada de decisão deve ser divulgada pela companhia na modalidade de "Fato Relevante" em atenção ao *full disclosure*, consoante o art. 157, §4º da LSA, o art. 4º, IV, da Lei 6385/76 e o art. 2º da Instrução CVM Nº 358 (fls. 03 a 06 do Processo RJ 2006/2176 em apenso).
3. Em 28.03.06, a TDBH, cientificada por esta autarquia da reclamação, enviou, em resposta, uma carta esclarecendo os motivos pelos quais não divulgou os documentos requeridos pela Hedging-Griffo. De acordo com a TDBH, os documentos considerados públicos e que foram aprovados nas mencionadas reuniões do Conselho de Administração foram divulgados nos *sites* da CVM e da BOVESPA, enquanto que os demais não o foram por se referirem a documentos confidenciais, de uso interno da companhia (fls. 30 a 34 do Processo RJ 2006/2176 em apenso).
4. Argumentou que a documentação de uso interno não necessita ser divulgada. A LSA não obriga a sociedade anônima a exibir os livros de atas de Assembléias Gerais, Presença de Acionistas, Reuniões do Conselho de Administração, Reuniões de Diretoria e Reuniões do Conselho Fiscal, de maneira que os acionistas, representantes de 5% do capital social, interessados em ver esses livros devem ingressar com uma ação judicial requerendo sua exibição. A lei do anonimato também dispõe, em seu art. 142, §1º, que a ata da RCA só precisa ser arquivada na junta comercial, caso as deliberações nela contidas destinem-se a produzir efeitos perante terceiros.
5. Quanto à suposta violação do art. 3º da Instrução 319/99, alegou que os documentos foram apresentados tão-somente aos avaliadores. Segundo a TDBH, o controlador não teve acesso aos documentos requeridos pelos Recorrentes e, por isso, a regra da Instrução 319 não teria sido infringida. E, quanto ao plano de negócios para aproveitamento de crédito fiscal, asseverou que a nota explicativa nº 6 das demonstrações financeiras do exercício social de 2005 era suficientemente elucidativa acerca do assunto.
6. Após as manifestações dos reclamantes e da reclamada, a área técnica, através do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/nº125/06, determinou à TDBH que: (i) arquivasse no Sistema IPE as atas da RCA de 20.02.06 e de 21.02.05, bem como o protocolo e justificação de incorporação; (ii) reapresentasse no sistema IPE a ata da 44ª RCA, de 09.03.06 junto com o voto dissidente do conselheiro Cláudio José Carvalho de Andrade; (iii) disponibilizasse aos acionistas na sede da companhia os orçamentos de resultados e de investimentos para 2006 e o plano de negócios para aprovação de crédito fiscal; e (iv) divulgasse Aviso aos Acionistas sobre a apresentação e reapresentação dos documentos mencionados nos itens (i) e (ii), no Sistema IPE, e sobre a disponibilização dos documentos do item (iii) na sede da companhia (fls. 48 a 52 e 54 e 55 do Processo RJ 2006/2176 em apenso).
7. Em 06.04.06, a TDBH respondeu ao supracitado Ofício e enviou, em anexo, as atas da 35ª RCA de 21.02.05 e da 42ª RCA de 20.02.06. Conforme a companhia, a falta de publicação dessas atas teria ocorrido em virtude das deliberações terem sido restritas a questões de ordem interna e estratégica de suas atividades que, se divulgadas, tornar-se-iam do conhecimento de seus concorrentes. Os assuntos colocados em pauta nessas reuniões não tinham ligação com a questão suscitada pelos reclamantes e eram de caráter confidencial. Por esse motivo, requisitou à CVM que essas atas não fossem postas no sistema IPE, ficando à disposição dos acionistas exclusivamente na sede da sociedade (fls. 68 a 70 do Processo RJ 2006/2176 em apenso).
8. Ademais, afirmou que o Protocolo e Justificação de Incorporação da TDBH pela TELESP e o referido voto dissidente do Sr. Cláudio Andrade haviam sido enviados a esta autarquia pelo Sistema IPE e arquivados na Junta Comercial do Estado de São Paulo. E acrescentou que, aparentemente, após o envio à CVM da publicação das atas nos jornais no dia 09.03.06, os documentos completos foram substituídos no sistema IPE por cópias das atas publicadas, sem os respectivos anexos. Em razão disso, a TDBH reapresentou a ata da referida reunião com o voto dissidente anexo e o protocolo e justificação de incorporação e cisão. Aproveitou, ainda, para comunicar, com relação à disponibilização de determinados documentos e à divulgação de Aviso aos Acionistas, que gostaria, antes, discutir o assunto em reunião com a CVM de modo atender da melhor forma possível o solicitado sem prejudicar os interesses da companhia.
9. Em 12.04.06, a companhia apresentou aditamento à resposta ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/nº125/06, alegando, primeiramente, que a indisponibilidade da ata da 44ª RCA e do Protocolo e Justificação de Incorporação e Cisão no período de 28.03 a 05.04.06 no Sistema IPE não teria causado qualquer prejuízo aos acionistas, porque estiveram durante todo o tempo à sua disposição na sede da companhia e permaneceram por mais 23 dias no Sistema IPE após sua regular inserção no sistema (antes foram quase 20 dias) e a futura realização da assembléia (fls. 76 a 86 do Processo RJ 2006/2176 em apenso).
10. Em segundo lugar, salientou a desatualização do plano de negócios para aproveitamento de crédito fiscal aprovado na 35ª RCA no início de 2005 e o fato de os orçamentos de investimentos e de resultados se cingirem ao ano de 2006, para demonstrar a ausência de benefícios aos acionistas em terem acesso a esses documentos e esclarecer o porquê de não terem sido usados no laudo econômico-financeiro. Além da desconformidade com as projeções mais atuais da TDBH, a revelação dessas informações poderia resultar em danos à sociedade, já que revelariam aos concorrentes valiosos conhecimentos da política de negócios adotada.
11. Ressaltou que a incorporação pretendida não trazia qualquer vantagem ao controlador da TDBH e da TELESP e que o modo escolhido para realizar essa reestruturação societária, e não uma compra e venda da TDBH ou oferta pública para aquisição de ações dos minoritários, teve justamente a intenção de afastar suposições nesse sentido. Como o Grupo Telefônica detém aproximadamente 94% do capital social da Telefônica Data Brasil e 88% do capital social da TELESP, qualquer situação desfavorável aos acionistas da TDBH traria desvantagens ao controlador das duas sociedades. Pediu, então, fosse cancelada a determinação de arquivamento no sistema IPE das atas da 35ª e da 42ª RCA, fosse cancelada a determinação de disponibilização na sede da empresa dos orçamentos de resultados e de investimentos para 2006 e do plano de negócios para aproveitamento do crédito

fiscal, fosse considerada cumprida a determinação de arquivamento no Sistema IPE do Protocolo e Justificação de Incorporação e Cisão e do voto dissidente do membro do Conselho de Administração, sem prejuízo aos acionistas e ao mercado pelos poucos dias em que tais documentos ficaram fora do sistema e fosse dispensada da divulgação de aviso aos acionistas.

12. Em 24.04.06, a CVM expediu o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº210/06, pelo qual ordenou à TDBH: (a) a divulgação no Sistema IPE, dentro de 24 horas a contar do recebimento do Ofício, dos esclarecimentos prestados pelos avaliadores Rothschild e KPMG em contrapartida aos questionamentos formulados pelos votos dissidentes do membro do Conselho de Administração e do membro do Conselho Fiscal; e (b) o envio à CVM, no prazo de 3 dias, de cópia (i) do Plano de Negócios de Longo Prazo utilizado na avaliação da Rothschild e da KPMG; (ii) dos orçamentos de resultados e de investimentos para 2006; e (iii) do plano de negócios para aprovação de crédito fiscal em sua última revisão. Entendeu ter sido cumprida a exigência de arquivamento no Sistema IPE do protocolo e justificação de incorporação e cisão e da ata da 44ª RCA com o voto divergente do Sr. Cláudio Andrade. Além disso, atendeu aos pedidos da companhia de desobrigá-la de arquivar no Sistema IPE as atas das Reuniões do Conselho de Administração ocorridas em 20.02.05 e em 21.02.06 e de publicar Aviso aos acionistas (fls. 103 a 108 do Processo RJ 2006/2176 em apenso).

13. Em 25.04.06, a TDBH comunicou o arquivamento no sistema IPE da manifestação divergente do Conselheiro Fiscal, Márcio Luciano Mancini, apresentado em 23.03.06 e os esclarecimentos prestados pelos avaliadores em resposta aos questionamentos dos membros dos conselhos de administração e fiscal (fls. 121 do Processo RJ 2006/2176 em apenso).

14. Em 26.04.06, a Hedging-Griffo, então, interpôs recurso contra o entendimento da SEP manifestado no Ofício 210/06. Requereu, preliminarmente, o adiamento da AGE de 28.04.06, mesmo expirado o prazo de oito dias úteis anteriores à realização da assembléia para fazer esse tipo de solicitação. Citou uma decisão do Colegiado – qual seja, a referente ao Processo RJ 2002/5907 (Copene) - para fundamentar a admissibilidade do pedido intempestivo e justificou o retardamento do pleito por impossibilidade fática, dado que a isenção da TDBH de apresentar os documentos pelo referido Ofício data de 24.04.06, quatro dias antes da instalação da AGE. Além disso, enfatizou a necessidade de disponibilizar aos acionistas no prazo de 15 dias anteriores à assembléia, tanto pelo art. 124 da LSA como pelo art. 2º da Instrução 319/99, de toda a documentação exigida, para que os acionistas e a própria autarquia tivessem tempo hábil de analisá-los (fls. 01 a 21).

15. No mérito, com respaldo em parecer do Professor Calixto Salomão Filho, sustentou que o acesso aos documentos usados pelo conselheiro dissidente em seu voto seria imprescindível para uma tomada de decisão na AGE, tendo em vista a divergência existente entre as projeções preparadas pela administração da companhia para a empresa avaliadora e as aprovadas pelo Conselho de Administração. Assim, dependendo da premissa relacionada à margem da EBTIDA que fosse utilizada, bem como da metodologia, chegar-se-ia a um valor de R\$1,82 por ação da TDBH, muito superior ao valor de R\$0,88 adotado no Laudo. E, ressaltou que a Instrução CVM nº 358/02, em seu art. 2º, e a Instrução CVM Nº 319/99, em seu art. 3º, pregam a ampla divulgação de informações por parte da sociedade anônima. A partir do momento em que os controladores têm acesso privativo a determinadas informações, devem ser asseguradas aos minoritários as mesmas informações, sob pena de ficar caracterizado o uso de informação privilegiada.

16. Relativamente ao pedido de adiamento da AGE, foi expedido, em 26.04.06, o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº218/06. De acordo com a SEP, a Instrução CVM Nº 372/02 fixa no art. 2º, em seus §§ 2º e 3º, o prazo para apresentação de requerimento de adiamento de Assembléia Geral de oito dias anteriores à sua realização. Como a AGE estava marcada para as 10 horas do dia 28.04.06 e o recurso foi protocolado em 26.04.06, era impossível adotar o procedimento previsto e informou que a correspondência seria recebida como recurso contra entendimento da SEP (fls. 55 e 56).

17. Em 27.04.06, a TDBH enviou carta à CVM com a cópia do plano de negócios de longo prazo, dos orçamentos de resultados e de investimentos para 2006, do plano de negócios para aprovação de crédito fiscal aprovado em 21.02.05 e em sua última revisão aprovado em RCA de 22.11.05. Porém, pediu que esses documentos não fossem revelados a público, ficando em caráter confidencial, conforme autorizado pela Instrução CVM Nº 202/93 em seu art. 14, §3º. O pedido de tratamento sigiloso foi deferido pelo PTE em 08.05.06 (fls. 93 a 96).

18. Em 09.05.06, os fundos de investimento, representados pela Hedging-Griffo, apresentaram aditamento ao recurso. Primeiramente, informaram da obtenção de uma liminar com o objetivo de suspender a realização da AGE. Contudo, essa liminar foi agravada pela TDBH, de sorte que ficaram suspensos os efeitos advindos da Assembléia, porém não a sua realização. Ocorre que, em decisão proferida em 25/07/2006, o Tribunal de Justiça de São Paulo (Décima Câmara de Direito Privado) deu provimento por unanimidade ao agravo, restaurando plenamente os efeitos da assembléia (conforme documentação juntada aos autos pela TDBH em 11/08/2006). Em segundo lugar, afirmaram que o Conselho Fiscal da TDBH era composto por três conselheiros, sendo que dois, eleitos pelo controlador, eram funcionários de outras empresas do grupo, o que iria de encontro ao disposto no art. 162, §2º, da LSA. Portanto, esse conselho não teria legitimidade para agir (fls. 67 a 80).

19. Continuando em suas alegações, argumentaram que, uma vez elaboradas duas avaliações pela companhia no mesmo ano, uma de duas das seguintes hipóteses poderia ser inferida: ou a administração não agira diligentemente e teria elaborado uma avaliação em desconhecimento com as perspectivas de mercado ou a última avaliação teria sido feita propositalmente, com o fito de baixar o preço da ação no processo de incorporação, ensejando responsabilidade civil dos administradores. Além da responsabilização, a divergência nas avaliações trazia incertezas para os acionistas quanto à escolha das premissas usadas nos cálculos do valor da ação, dúvidas essas que não poderiam persistir em situações tão importantes como em uma incorporação. Por todos esses motivos, fazia-se necessária a análise dos documentos. Refutaram a alegação da TDBH de que a sua divulgação poderia fornecer informações importantes aos concorrentes, haja vista esses também estarem submetidos às regras do *full disclosure*. Por fim, concluíram que a estratégia usada pela TDBH teria a finalidade de aumentar a participação do Grupo Telefônica na TELESP e diminuir o valor a ser pago aos acionistas dissidentes no direito de recesso e reiteraram o pedido de exibição de todos os documentos solicitados.

20. Em 22.05.06, instada a se manifestar, a Telefônica Data Brasil Holding salientou, preliminarmente, que, caso a operação não fosse implementada, teria um prejuízo mensal de aproximadamente R\$ 2 milhões decorrentes de tributos que deixariam de ser devidos após a incorporação, e que os fundos tiveram mais de 45 dias, contados da publicação de fato relevante acerca da operação, para requisitar o adiamento da AGE e, no entanto, só o fizeram dois dias antes de sua realização (fls. 98 a 124).

21. Em seguida, afirmou que, ao contrário do exposto pela Hedging-Griffo, as eleições do Conselho Fiscal e dos membros do Conselho de Administração ocorreram com a participação dos minoritários, através da eleição em separado, sem qualquer irregularidade. O argumento levantado pelos fundos de descumprimento do art. 162, §2º, não seria procedente, visto que aplicar-se-ia somente aos "grupos de direito", porém não aos "grupos de fato", como é o caso do Grupo Telefônica. Reiterou que os documentos requisitados pelos Recorrentes, basicamente o orçamento de resultados e de investimentos aprovado na 42ª RCA e o plano de negócios para aproveitamento de crédito fiscal aprovado na 35ª RCA, possuem caráter confidencial e estratégico e não foram utilizados pela Rothschild em sua avaliação econômico-financeira da companhia, bem como pelo controlador na análise da operação. Esclareceu, ainda, que o plano de negócios para aproveitamento do crédito fiscal segue a Instrução CVM nº 371/02 que exige tão-somente a sua divulgação de nota explicativa contendo um resumo do mesmo e foi elaborado com base em dados do segundo semestre de 2004, sendo evidente sua desatualização em março de 2006. O orçamento de resultados para 2006, por sua vez, foi elaborado no segundo semestre de 2005 mas contém estimativas das receitas e do lucro da companhia relativamente ao ano de 2006, não refletindo a realidade para anos futuros, enquanto o orçamento de investimentos para 2006, além de ter sido elaborado no segundo semestre de 2005, especificamente para o ano de 2006, contém o nome dos principais clientes com o valor que cada um deles efetuou no ano anterior e os valores que se estima invistam no ano corrente.

22. Quanto à alegação sobre a queda da margem do EBITDA, a companhia esclareceu que, como atua num mercado muito competitivo, e, portanto,

volátil, onde existe uma política agressiva de oferta, preços e descontos para conquistar clientes, foi compelida no ano de 2006 pela concorrência e clientes corporativos a fornecer a custo zero equipamentos de PABX e roteadores para manutenção dos contratos de transmissão de dados com seus clientes, exigindo vultosos investimentos que iriam interferir nos resultados. Informou ainda que, com a entrada em vigor da Resolução 402/05 da ANATEL, a margem do EBITDA deveria apresentar tendência de baixa, uma vez que o principal custo variável resultante da EILD – Exploração Industrial de Linha Dedicada, estabelecido pela referida Resolução, além de não acompanhar a queda de preços, exigia maiores investimentos. Em razão disso, o ganho de escala não se traduziu em um aumento da margem da EBITDA mas em uma redução, o que justificava a realização da operação para evitar uma redução ainda maior.

23. Também esclareceu que o §3º do artigo 264 da LSA não se aplicava ao presente caso uma vez que a relação de substituição das ações proposta no Protocolo era mais vantajosa em comparação com o valor de patrimônio líquido a preços de mercado determinado pelo *caput* do mesmo artigo e que, mesmo que fosse adotada a relação de troca desejada pelos Recorrentes, o valor do direito de recesso seria inalterado, já que foi calculado pelo patrimônio líquido contábil, consoante determina o art. 45 da LSA. Dessa forma, não se verificou a concessão de qualquer benefício exclusivo ao acionista controlador em decorrência da operação.

24. Diante da manifestação de ambas as partes no processo, a área técnica elaborou o RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº028/06, datado de 07.05.06, em que analisou detalhadamente todas as questões levantadas pelos Recorrentes, tendo concluído o seguinte (fls. 207 a 230):

- a. em princípio, os documentos que embasaram a operação de reestruturação societária foram divulgados conforme o previsto na Instrução CVM nº 319/99;
- b. adicionalmente, foram divulgados os esclarecimentos prestados pelos avaliadores acerca de documentos, projeções e parâmetros utilizados em contrapartida aos pontos levantados nos votos divergentes dos conselheiros;
- c. não há como obrigar a divulgação de documentos que não tenham sido utilizados pelos avaliadores, notadamente o plano de negócios para aprovação de crédito fiscal aprovado em fevereiro de 2005;
- d. não há como afirmar que as informações contidas no orçamento de resultados e no orçamento de investimentos para 2006, apresentados em caráter sigiloso à CVM, não sejam documentos internos de caráter confidencial e estratégico;
- e. quanto à reestruturação societária, não há elementos que comprovem que os controladores tenham tido acesso a informações não disponibilizadas aos acionistas minoritários;
- f. não foram identificados indícios de que os administradores não teriam atuado de forma diligente relativamente ao fornecimento das informações que embasaram o laudo econômico;
- g. com base na relação de substituição e no valor do direito de retirada estabelecidos, não foram identificados indícios de que os controladores tenham se beneficiados diretamente das condições de realização da operação em prejuízo dos acionistas minoritários;
- h. diante disso, a SEP concluiu pela manutenção de decisão exarada no OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/nº210/06 que não exigiu da TDBH a divulgação do orçamento de resultados, do orçamento de investimentos para 2006 e do Plano de Negócios para aprovação de crédito fiscal de 2005;
- i. apesar disso, sugeriu a realização de diligência para melhor apurar eventual conflito de interesses da NM Rothschild & Sons Brasil Ltda. que elaborou o laudo de avaliação econômico-financeira da TDBH e da TELESP.

25. Com o objetivo de cumprir a diligência proposta, foi encaminhado à TDBH o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº274/06, em 09.06.06, solicitando manifestação, tendo em vista o disposto no inciso XIV do §1º do art. 2º e inciso I do art. 5º da Instrução CVM nº 319/99 e no §5º do art. 3º da Instrução CVM nº 358/02 (fls. 194 e 195 do Processo RJ 2006/4110 em apenso).

26. Em resposta, a TDBH enviou uma carta, em 23.06.06, anexando declaração da própria Rotshchild que afirma não só a inexistência de conflito de interesses, como também a declaração de que os controladores e administradores das respectivas companhias não interferiram na elaboração de seu trabalho, nem na qualidade de suas conclusões (fls. 202 a 205 do Processo RJ 2006/4110 em apenso).

27. Finalmente, em 15/08/2006, o conselheiro Cláudio de Andrade protocolizou petição perante a CVM, reiterando as razões que fundamentam o seu entendimento de que haveria inconsistências na avaliação da TDBH. Destacou ainda a importância da análise cuidadosa e urgente das questões, tendo em vista a retomada da operação e o decurso do prazo para o exercício do direito de recesso.

VOTO

28. O processo de incorporação de uma companhia por outra requer sua aprovação pelos acionistas da incorporadora e da incorporada em assembléia-geral convocada em cada uma dessas sociedades com esse fim(1). Discute-se, nessas assembléias, o protocolo e a justificação da incorporação e o laudo de avaliação. Os acionistas devem ter acesso a todas as informações úteis para a formação de um entendimento adequado acerca das vantagens e desvantagens advindas da incorporação, com o objetivo de exprimirem conscientemente seus votos. Fatos relevantes não divulgados pela companhia caracterizam, inclusive, uso de informação privilegiada por parte dos *insiders*.

29. Nesse sentido, a lei do anonimato fixa para a companhia o dever de divulgar, dentre outros, as demonstrações financeiras(2), o laudo de avaliação de auditor independente, os votos dissidentes dos membros do Conselho Fiscal(3) e as atas das reuniões do Conselho de Administração – essas quando há produção de efeitos perante terceiros(4). Ainda nessa vertente, oferece aos acionistas representantes de, no mínimo, 5% do capital social a opção de ingressar em juízo com ação para requisitar vista dos livros sociais - tais quais, Atas das Assembléias Gerais, Atas das Reuniões do Conselho de Administração e Atas e Pareceres do Conselho Fiscal, mas para isso requer a existência de atos violadores da lei ou do estatuto ou que haja a suspeita fundada da prática de irregularidades.

30. Ao analisar todos os atos societários que resultou na incorporação das ações da TDBH pela TELESP, a SEP reconheceu não só o cumprimento de todos os prazos de divulgação e publicação, em conformidade com o disposto na Instrução CVM nº 319 e na Lei nº 6.404/76, bem como concordou com a não divulgação dos documentos questionados por considerar consistentes as alegações prestadas pela administração da companhia e pela própria empresa avaliadora, cabendo destacar entre os seus comentários o seguinte:

Sobre o Plano de Negócios para aprovação de crédito fiscal

- a. a afirmação da Rothschild de que o Plano não foi levado em consideração na elaboração do Laudo de Avaliação por ser um documento desatualizado e segundo a administração não refletir as perspectivas atuais da companhia;

- b. para atingir o crescimento acelerado da receita, projetado no Plano, em um mercado onde os preços caem rapidamente em razão da concorrência, a margem do EBITDA devia apresentar tendência de baixa, uma vez que o principal custo variável da companhia, o EILD, não acompanhava a queda de preços;
- c. o crescimento do serviço de VoIP (voz sobre IP) vem no último ano mudando significativamente o negócio de telecomunicações, refletindo notadamente no Plano da companhia e seus concorrentes;
- d. durante o ano de 2005, diversos fatores alteraram o cenário competitivo e tornaram obsoletas as projeções, dentre eles a licitação para prestação dos transportes de dados para o Governo do Estado de São Paulo, cujo lance vencedor foi 82,4% inferior ao lance inicial, e a Resolução nº 402 da ANATEL que tabelou o preço da "última milha" (parte da rede de dados que dá acesso ao cliente final e que representa um dos principais itens de custos da companhia);
- e. essas alterações fizeram com que os resultados no decorrer do ano divergissem das projeções anteriores;
- f. além disso, com o objetivo de manter a clientela, a companhia foi compelida a fornecer equipamentos em troca de contratos de longo prazo, a adotar descontos e a isentar de taxas de instalação, aumentando com isso o volume de investimentos (Capex) projetado anteriormente;
- g. dessa forma, em razão do dinamismo do setor de telecomunicações, motivado pelas constantes inovações tecnológicas e pela crescente agressividade da concorrência, aliada às mudanças regulatórias, as projeções passadas se tornam rapidamente obsoletas, inviabilizando a comparação ou utilização de premissas passadas;
- h. além do mais, a Instrução CVM nº 319/99 não exige a divulgação de documentos que não tenham sido utilizados pelo controlador no planejamento, avaliação, promoção e execução de operação de reestruturação societária;

Sobre o orçamento de resultados e o orçamento de investimento para 2006

- i. apesar de conter informações mais recentes, o orçamento de resultados e investimentos para o ano de 2006, segundo a companhia, não constituía um plano de negócios de longo prazo, limitando-se a estimativas do ano de 2006;
- j. esses documentos contêm informações confidenciais e estratégicas que, mesmo desatualizadas, podem ser utilizadas pelos concorrentes;
- k. embora tenham sido fornecidos aos avaliadores documentos estratégicos, internos e confidenciais, os mesmos não foram disponibilizados ao acionista controlador;
- l. os documentos foram à CVM com pedido de confidencialidade, que foi deferido, tendo sido constatado pela área técnica que, de fato, possuem informações de caráter sigiloso e estratégico, tais como estrutura de custos e estratégia de investimento vis-à-vis o ano anterior por clientes e produtos;
- m. a alegação de que os maiores concorrentes seriam também companhias abertas, sujeitas às mesmas obrigações de divulgar suas informações, não invalida o argumento de confidencialidade, sendo que nem a Lei 6.404/76 nem as Instruções CVM nºs 202/93 e 319/99 exigem a divulgação;
- n. as divergências verificadas com o Laudo se deve ao fato de terem sido elaborados com base em dados obtidos em períodos diferentes, ou seja, as projeções do Laudo se basearam em dados de março de 2006 enquanto o orçamento de resultados e de investimentos em dados de setembro de 2005;
- o. a margem do EBITDA teve, de fato, uma sensível queda no 1º ITR de 2006, comparado com o 1º ITR de 2005, de modo que a alegação da companhia encontra consistência, não havendo indícios de que os administradores não teriam atuado com diligência.

31. No que se refere à relação de substituição e ao direito de retirada, cabe esclarecer que, além de terem sido feitas as avaliações nos termos dos artigos 45 e 264 da Lei 6.404/76, foi procedida a avaliação econômico-financeira da TDBH, tendo a SEP também concluído pela inexistência de indícios de que o controlador tenha se beneficiado em detrimento dos acionistas minoritários, a saber:

- a. como o Grupo Telefônica possuía 94% do capital social da TDBH e 88% da TELESP, uma relação de troca que fosse desfavorável e não eqüitativa aos acionistas da TDBH, na verdade, representaria uma desvantagem ao controlador;
- b. considerando que os acionistas optaram pela troca das ações, por ser mais vantajosa, a participação dos controladores, após a reestruturação, passaria de 87,77% para 87,94% e a dos minoritários de 12,23% para 12,06%, verificando-se a elevação da participação do controlador de apenas 0,17%;
- c. o aumento da participação do controlador no capital da TELESP seria tanto maior quanto maior fosse o valor por ação da TDBH e, portanto, mais favorável fosse a relação de troca para os acionistas da TDBH, não havendo razão para o controlador estabelecer uma relação menos favorável para os acionistas da TDBH;
- d. no que se refere ao direito de retirada, o valor de reembolso foi calculado tanto pelo valor contábil previsto no art. 45 da Lei nº 6.404/76, como pelo valor do patrimônio líquido a preços de mercado com base no art. 264 da mesma lei;
- e. no caso, a proposta de troca das ações estabelecida no Protocolo de Incorporação com base na avaliação econômico-financeira calculada pelo método de fluxo de caixa descontado se revelou mais vantajosa, pois enquanto as ações da TDBH convertidas em TELESP teriam valor de mercado de R\$0,67, considerando a cotação média de 28.04.06, o direito de recesso seria equivalente a R\$0,56;
- f. eventual aposta dos Reclamantes na alta das ações em razão da reorganização societária não se confirmou diante do preço médio verificado nas ações da TDBH que nos últimos 90 dias anteriores ao anúncio da operação – 09.12.05 a 09.03.06 – foi de R\$0,758.

32. Diante de tudo isso, concordo com a manifestação da SEP de que, em princípio, não foram cometidas irregularidades na operação, não encontrando, portanto, fundamento na reclamação formulada pela Hedging-Griffo.

33. Mas deixo também claro que o foco de todo este processo é a intenção, por parte dos reclamantes, de discutir os valores de avaliação da Companhia da qual são acionistas. Disso não há dúvida. E, sobre o assunto, constam do processo as explicações da firma avaliadora sobre as escolhas que fez no tocante às várias premissas questionadas: margem EBITDA, taxa de desconto e aproveitamento de créditos fiscais. Consta da introdução do laudo de avaliação a informação de que as projeções foram feitas tomando por base informações fornecidas pelas respectivas empresas e que "*conduzimos discussões com membros integrantes de cada uma das Companhias sobre os negócios e perspectivas de cada uma das Companhias e de suas controladas. Levamos em consideração outras informações, estudos financeiros, análises e pesquisas e critérios financeiros, econômicos e de mercado que ponderamos serem relevantes*". Ou seja, os avaliadores fizeram seu próprio juízo de valor acerca das premissas utilizadas. Nesse juízo, se insere a

decisão de não considerar válidas, já na partida, premissas constantes de documento recentemente aprovado pela administração da empresa, sob a alegação de que "conforme orientação da administração da Companhia, (elas) não refletem as perspectivas atuais de negócio da Companhia, com o que concordamos".

34. Este ponto é, certamente, o aspecto central de toda a controvérsia. Os reclamantes alegam que a súbita reversão de premissas contidas em estudos elaborados pela empresa em intervalo de poucos meses faz supor a falta de diligência em um ou outro estudo. Falta de diligência e viés pró-controlador que teria sido encampado pela empresa avaliadora. Portanto, tudo remete a uma discussão sobre a propriedade de parâmetros técnicos adotados por um avaliador que tem a obrigação de ser independente e isento. As projeções englobam uma quantidade muito grande de premissas e não seria difícil imaginar que acionistas de um e de outro lado da questão venham a ter discordâncias sobre pontos específicos de todo o trabalho. Assim, torna-se importante avaliar a projeção como um todo (às vezes, erros ou excessos de um lado são compensados por erros ou excessos do outro lado) e eventualmente demonstrar e cobrar as responsabilidades por omissões relevantes apuradas.

35. Entretanto, esse juízo detalhado e crítico sobre as avaliações em princípio não é tarefa da CVM, assim como também não é tarefa sua determinar a divulgação de documentos internos (em princípio, portanto, confidenciais) sem que haja nenhum indício de que foram disponibilizados aos controladores ou de que foram utilizados pelos avaliadores.

36. De minha parte, no entanto, parece-me que as justificativas apresentadas pela companhia até o presente são satisfatórias, sem prejuízo de novos elementos que eventualmente sejam trazidos pelos reclamantes ou descobertos pela própria CVM.

37. Relativamente ao questionamento sobre o eventual descumprimento do disposto no §2º do art. 162 da Lei nº 6.404/76, em razão de terem sido eleitos pelo acionista controlador dois conselheiros fiscais que são funcionários de outras empresas do mesmo grupo e que não teriam legitimidade para examinar a operação, entendo que cabe à área técnica analisar o assunto, tendo em vista as decisões do Colegiado de 13.02.01 (Processo RJ 2000/4860 – Telemig) e de 06.11.01 (Processo RJ 2000/4755 – Lightpar).

38. Ante o exposto, **VOTO** no sentido de manter o entendimento da SEP, o que importa, em consequência, na não divulgação do plano de negócios para aproveitamento de crédito fiscal aprovado na RCA de 21.02.05, bem como do orçamento de resultados e do orçamento de investimentos aprovados na RCA de 20.02.06.

Rio de Janeiro, 22 de agosto de 2006.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

[\(1\)](#) Art. 122. Compete privativamente à assembléia geral:

(...)

VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas;

[\(2\)](#) Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a Diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício:

(...)

§1º. As demonstrações de cada exercício serão publicadas com a indicação dos valores correspondentes das demonstrações do exercício anterior.

Art. 122. Compete privativamente à assembléia geral:

(...)

III- tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;

[\(3\)](#) Art. 133. Os administradores devem comunicar, até um mês antes da data marcada para a realização da assembléia geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no Art. 124, que se acham à disposição dos acionistas:

II - a cópia das demonstrações financeiras;

III - o parecer dos auditores independentes, se houver.

IV - o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver.

[\(4\)](#) Art. 142. (...)

§1º. Serão arquivadas no registro de comércio e publicadas as atas das reuniões do conselho de administração que contiverem deliberação destinada a produzir efeitos perante terceiros.