

Interessado: Tele Norte Leste Participações S.A.

Diretor-Relator: Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Relatório

01. Em reunião realizada em 31.08.06 ("Reunião"), com a presença de seu diretor presidente e advogados externos, a Tele Norte Leste Participações S.A. ("Companhia") informou à CVM que apresentaria consulta para saber se acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais poderiam participar da votação, na assembléia de acionistas ("Assembléia"), relativa à reestruturação societária anunciada pela Companhia no primeiro trimestre ("Reestruturação Societária"), tendo em vista que essa reestruturação enquadra-se na espécie de reestruturação societária tratada pelo Parecer de Orientação 34/06 ("PO 34/06").

02. A Consulta foi apresentada em 06.09.06. Na Consulta, conforme antecipado na Reunião, a Companhia solicitou, ainda, que a CVM, (i) "*autorize, desde logo, a redução de quorum para a aprovação da relação de substituição em terceira convocação e que este quorum seja, na dita terceira convocação, o da maioria dos votos das ações preferenciais presentes à assembléia geral*"; e (ii) "*autorize, que o anúncio da terceira convocação da Assembléia geral extraordinária seja publicado juntamente com o da segunda convocação e que a assembléia, nessa terceira convocação, possa ser realizada imediatamente após a ocasião prevista para a segunda convocação, na mesma data, se, nesta última, ainda não houver quorum para deliberação*".

03. Em 12.09.06, após ser sorteado relator da Consulta, pedi esclarecimentos à Companhia acerca (i) do processo de divulgação das informações relativas às deliberações a serem tomadas na Assembléia, (ii) da definição dos titulares de *American Depositary Receipts* representativos de ações preferenciais da Companhia ("ADRs") que poderão votar na Assembléia e (iii) do processo de votação das deliberações assembleares, especialmente com relação aos mecanismos que facilitarão o acesso dos acionistas (diretos e por intermédio de ADRs).

04. Em 18.09.06, a Companhia prestou os seguintes esclarecimentos em resposta aos meus questionamentos:

(i) o formulário F-4 que será apresentado à *Securities and Exchange Commission* ("SEC") será traduzido e disponibilizado no Brasil no Sistema IPE e no site da Companhia;

(ii) participação da Assembléia, em qualquer uma de suas convocações, os titulares de ADRs em determinada data previamente fixada ("Data de Registro"); os investidores que adquirirem ADRs após essa data poderão votar, desde que cancelem seus ADRs e se tornem titulares diretos de ações da Companhia;

(iii) para evitar a dupla contagem dos acionistas titulares de ADRs que venham a ser cancelados após a Data de Registro, a Companhia conferirá a lista de ADRs alienados ou cancelados após a Data de Registro, com base em lista preparada pelo depositário, com, aproximadamente, três dias de antecedência da Assembléia;

(iv) a 1ª convocação da Assembléia será feita com cerca de 45 dias de antecedência, permitindo que o titular de ADR tenha, ao menos, 20 dias para devolver a instrução de voto ao depositário;

(v) a Companhia arcará com os custos para o pedido de instrução de voto aos titulares de ADRs; e

(vi) a Companhia não indicou custos significativos a serem suportados pelos titulares de ADRs para exercerem seu direito de voto.

É o relatório.

Voto

05. Embora a Consulta e os pedidos de autorização estejam inter-relacionados, tratarei de cada um deles separadamente, na ordem em que foram apresentados no relatório. Começarei, então, pela possibilidade de acionistas ordinários também titulares de ações preferenciais puderem votar na Assembléia.

Consulta

06. Para saber se os acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais podem votar na Assembléia com suas ações preferenciais é preciso aprofundar a análise do que seja "benefício particular" para fins do art. 115, §1º da Lei 6.404/76, que é o dispositivo que fundamentou a interpretação da CVM que resultou no PO 34/06.

07. Para tanto, creio ser interessante analisar o desenvolvimento da disciplina legislativa das situações em que o acionista não deve votar. Essas regras começaram a ser introduzidas no ordenamento brasileiro no final do Século XIX, conforme se vê abaixo⁽¹⁾:

(i) Lei 3.150 de 04.11.1882 (art. 15, §10): "*Não podem votar nas assembléias geraes: os administradores, para approvarem seus balanços, contas e inventario; os fiscaes, os seus pareceres; e os accionistas, a avaliação de seus quinhões, ou quaesquer vantagens estipuladas nos estatutos ou contrato social*";

(ii) Decreto 8.821 de 04.11.1882, que regulamentou a Lei 3.150 (art. 72): reprodução *ipsis litteris* do dispositivo da Lei 3.150;

(iii) Decreto 164 de 17.01.1890 (art. 15, §10): reprodução quase idêntica do art. art. 15, §10 da Lei 3.150;

(iv) Decreto 434 de 04.07.1891, consolidou a legislação das companhias então em vigor (art. 142): Mesma redação do art. art. 15, §10 da Lei 3.150;

(v) Decreto-Lei 2.627/40 (arts. 82, 95 e 100): "*O acionista não pode votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação dos bens com que concorrer para a formação do capital social, nem nas que venham a beneficiá-lo de modo particular*"; "[r]esponderá por perdas e danos o acionista que, tendo em uma operação interesses contrários aos da sociedades, votar deliberação que determine com o seu voto a maioria necessária" e "[i]nstalada a assembléia geral proceder-se-á a leitura do relatório, do balanço, da conta de lucros e perdas e do parecer do conselho fiscal. O presidente abrirá, em seguida, discussão sobre esses documentos e, encerrada,

submeterá à votação as contas da diretoria, o balanço e o parecer do conselho fiscal. Não poderão tomar parte na deliberação os membros da diretoria e do conselho fiscal"; e

(vi) Lei 6.404/76 (art. 115, §1º): "O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia"

08. De uma maneira geral, "interesse particular" vem sendo entendido como um benefício a determinado acionista, nesta qualidade (ou seja, não se trata de outros benefícios que um acionista pode receber como contraparte em contrato com a companhia ou como administrador dela ou por qualquer outra forma que não em decorrência de sua qualidade de acionista). Trajano Miranda Valverde(2), por exemplo, dizia, comentando o Decreto-Lei 2.627/40:

"Se – para exemplificar – a assembléia geral resolve atribuir (art. 87, parág. Único, g) uma bonificação a determinados acionistas, por este ou aquele motivo não poderão eles, como diretamente interessados, tomar parte nessa deliberação. Esta, com efeito, virá beneficiá-los de modo particular, quebrando, ainda que justo seja o tratamento, e a lei o permita, a regra de igualdade de tratamento para todos os acionistas da mesma classe ou categoria (art.78). A vantagem conferida a um ou mais acionistas, comumente, consiste em uma participação nos lucros líquidos da sociedade, durante certo tempo, ou no direito, algumas vezes extensivo aos herdeiros, de receber determinada soma, por mês, ou anualmente, a título de pensão ou aposentadoria. Representa quase sempre, a recompensa pelos trabalhos ou serviços prestados pelo acionista à companhia" (Sociedade por Ações, vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 1959, pg.67) (grifos inexistentes no original).

09. O PO 34/06 foi editado, justamente, respeitando esse entendimento que vem sendo repetido através dos tempos pela doutrina e legislação brasileira: se uma deliberação assemblear pode atribuir a um ou mais acionistas um benefício usufruível na qualidade de acionista (usualmente maior participação no capital social ou no direito ao recebimento de dividendos), os beneficiados não participam da votação.

10. O PO 34/06 trata diretamente de reestruturações societárias como a que a Companhia pretende implementar, na qual o benefício particular adviria de atribuição, ao acionista controlador, de uma participação maior no capital da sociedade resultante (ou remanescente) da Reestruturação Societária do que o percentual entregue por esse acionista. Também o acionista ordinário não controlador teria um benefício particular da mesma natureza, mas em um percentual inferior ao conferido ao acionista controlador. O "custo" desses benefícios seria suportado pelos acionistas preferenciais que receberiam uma participação no capital social da sociedade resultante inferior à que ele teria entregue. Tudo isso sem que um critério objetivo conseguisse conferir valores diferentes à participação de cada um desses acionistas e, portanto, transformar o que seria "benefício particular" em atribuição correta de valor.

11. Assim, para saber se acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais poderão votar na Assembléia é preciso saber se o "benefício particular" está sendo a ele atribuído ou não. Existirão casos em que essa resposta é afirmativa e outros em que a resposta é negativa: se o "benefício" recebido em decorrência da titularidade do conjunto de suas ações ordinárias for inferior (ou igual) ao "custo" incorrido em decorrência da titularidade do conjunto de suas ações preferenciais, o acionista não terá "benefício particular", pois terá suportado, ele próprio o "custo" de seu "benefício". Caso, no entanto, o "benefício" recebido seja superior ao "custo" (e, portanto, ele venha a possuir, após a Reestruturação Societária parcela maior do capital social da companhia resultante) tem-se que o acionista não poderá votar, pois está recebendo um "benefício particular" em decorrência da deliberação assemblear.

12. É possível confundir a explicação acima com a que se enfrenta na discussão do "conflito formal vs. substancial" e a conseqüente querela relativa à revisão *ex-ante/ex-post* da deliberação assemblear. Não é isso, no entanto, o que ocorreria. No caso, estar-se-ia apenas a averiguar, tendo em vista a situação particular de cada acionista, se a sua situação, com relação à deliberação, resulta em benefício particular ou não. Aliás, justamente em razão de o benefício ser particular é que não se pode aplicar uma regra geral(3).

13. Não acho, também, que se deva comparar a situação do "benefício particular" à da deliberação em assembléia especial de acionistas preferenciais, prevista no art. 136, §1º, na qual votam todos os acionistas preferenciais habilitados (*i.e.*, aqueles que tenham sido prejudicados pela deliberação dos acionistas votantes ordinários), mesmo que sejam titulares de ações com direito a voto ou de ações preferenciais beneficiadas com a deliberação ou não prejudicadas. Isso porque esse direito de voto é atribuído ao titular da ação, como um grupo ou classe homogêneo. No caso do "benefício particular", a situação é diversa: mira-se a pessoa que se beneficiou, o impacto que a deliberação tem sobre o acionista e não sobre a ação (como no caso da assembléia especial de acionistas preferenciais(4)). O interesse é sempre o interesse individual (particular) do acionista, e não o seu interesse como integrante de uma espécie de acionistas (direito de um grupo), como no caso da assembléia especial de acionistas preferenciais.

14. Reconheço, no entanto, que esse posicionamento traz uma dificuldade prática: como será feito o controle de quem tem ou não interesse particular?

15. Em primeiro lugar, é o próprio acionista que deve fazer essa averiguação, pois é ele que mais facilmente terá condições de saber se pode ou não ser beneficiado de modo particular pela deliberação. Mesmo controle, no entanto, pode ser feito pela mesa da assembléia, isso porque poderá cotejar os votantes com a lista de acionistas ordinários e, a partir desses dados, calcular a existência de benefício particular em cada caso, aplicando-se a relação de substituição.

16. Noto que, no caso concreto, a mesa da assembléia já ira cotejar a lista de votantes com a lista de ADRs alienados ou cancelados, após a Data de Registro, conforme explicou a Companhia na resposta aos meus questionamentos, o que já a obrigará a ter procedimentos de controle de voto na própria assembléia.

17. Pelos motivos acima, entendo que só poderão votar, na Assembléia, os titulares de ações preferenciais e ordinárias que, ao final da Reestruturação Societária venham a ser titulares de um percentual de ações igual ou inferior ao que já detenham quando da Assembléia, excluindo-se do processo de votação todos os acionistas que, sendo titulares de ações preferenciais e ordinárias, venham a aumentar sua participação no capital social, com a aprovação da Reestruturação Societária, pois isso lhes conferiria um "benefício particular".

Autorização para realização da 3ª convocação simultaneamente à 2ª e realização da Assembléia em 3ª convocação em seguida à constatação da inexistência de quorum na Assembléia em 2ª convocação.

18. Das autorizações solicitadas pela Companhia, essa me parece a mais simples. Digo isso não só porque não há óbices ou condições legais para a concessão dessa autorização, mas, porque, conforme informou a Companhia, a 1ª convocação da Assembléia será feita com prazo de antecedência de, no mínimo, 45 dias, que é superior ao legal (15 dias) e ao previsto em seu estatuto social (30 dias). Além disso, o prazo conferido pela 1ª convocação permitirá tempo substancial para que os acionistas titulares de ADRs e os acionistas diretos instruem seus representantes para deliberar. Dessa forma, toda a proteção que os prazos de antecedência para a realização das assembléias de acionistas tem por objetivo garantir está sendo respeitada pela Companhia, dado o grande intervalo entre a 1ª convocação e a 1ª tentativa de realização da Assembléia, mesmo se reduzirmos a uma questão de horas o distanciamento entre a 2ª e a 3ª tentativa de realização da Assembléia.

19. Por esses motivos, voto por conceder a autorização para a realização da 3^a convocação simultaneamente à 2^a e realização da Assembléia em 3^a convocação em seguida à constatação da inexistência de quorum na Assembléia em 2^a convocação.

Autorização para a redução do quorum de deliberação.

20. Resta, apenas, o pedido de autorização para a redução do quorum de deliberação. Nessa, ao contrário do regime legal aplicável à autorização anterior, existem duas condições para que a CVM conceda essa autorização. Em primeiro lugar, é preciso determinar se as ações preferenciais da Companhia (que são as ações com direito a voto na Assembléia) gozam de dispersão. Depois, é preciso averiguar se, nas três últimas assembleias, menos de 50% dessas ações estiveram presentes. É isso que determina o art. 136, §2^o da Lei 6.404/76, que tem a seguinte redação:

"A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução do quorum previsto neste artigo [50% das ações com direito a voto] no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas 3 (três) últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Neste caso, a autorização da Comissão de Valores Mobiliários será mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com quorum reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação".

21. No que se refere à dispersão das ações preferenciais e dos ADRs, segundo os dados apresentados juntamente com a Consulta (5), os 10 maiores acionistas teriam 49,6% das ações preferenciais. Com o 11^o maior acionista preferencial, seriam 51,3%. Os 15 maiores representam 56,30% do capital preferencial. Os 20, 61,1%, e os 30, 67,60%. Se incluirmos mais 20 acionistas, 74,8%, sendo possível obter 75,1% com mais um acionista apenas. A dispersão, portanto, não é excessiva, mas é possível dizer que há dispersão que permite a concessão da redução do quorum de deliberação.

22. O segundo requisito para que a CVM esteja autorizada a permitir a redução do quorum de deliberação pode trazer algumas complicações, no caso concreto. Isso porque não faz parte do dia a dia da Companhia deliberações em que as ações preferenciais tenham direito de voto e o texto do §2^o remete às ações com direito a voto na deliberação que exige o quorum qualificado do *caput* do art. 136 que, no caso concreto, são as ações preferenciais da Companhia. Assim, serão poucas as assembleias que podem ser utilizadas para se determinar a possibilidade de redução do quorum(6).

23. A Companhia incluiu em sua Consulta informação atinente à participação de acionistas preferenciais em todas as assembleias de acionistas realizadas pela Companhia desde 25.04.02. Essas assembleias podem ser segregadas em 2 grupos. Um contendo as assembleias que não permitiam o voto dos acionistas preferenciais, outro com as assembleias em que os acionistas preferenciais poderiam votar.

24. No Grupo 1 (assembleias em que os acionistas preferenciais não têm direito de voto), encontram-se as assembleias realizadas nas seguintes datas: 28.04.06, 30.03.06, 19.04.05, 24.05.04, 10.04.03, 27.12.02, 30.09.02. No Grupo 2 (assembleia em que os acionistas preferenciais têm direito de voto), encontram-se as seguintes: 11.04.06, 12.04.05, 29.12.04, 01.03.04, 31.03.03 e 25.04.02.

25. Nas assembleias de acionistas do Grupo 2, não houve, por parte da Companhia qualquer esforço adicional para que os acionistas preferenciais e os titulares de ADRs participassem da votação, ou divulgou de forma ampla a possibilidade de voto por esses acionistas, o que pode ser a causa de tão baixo comparecimento. Da convocação, por exemplo, constou apenas a chamada aos acionistas, sem esclarecimentos adicionais sobre o direito de voto dos acionistas preferenciais. Não houve fato relevante sobre a deliberação que seria tomada ou *press release* alertando para o direito de voto dos acionistas preferenciais. Não se fez, também, na forma do *depository agreement* que rege a instrução de voto pelos titulares de ADRs, pedido de voto (7). Com isso, não se criou a obrigação do depositário estabelecer uma data de registro (*record date*) para determinar quais os titulares de ADRs poderiam votar. Com isso, a única forma de o titular de ADRs votar nessas assembleias seria mediante cancelamento do ADR e voto como titular de ações(8).

26. Mesmo com a exclusão das assembleias do Grupo 1, a Companhia terá apresentado mais de 3 assembleias em que a participação das ações preferenciais foi inferior a 50% do total emitido, o que seria suficiente para permitir a concessão da autorização para redução do quorum. Entendo que a impossibilidade de o titular de ADR instruir o depositário a votar nessas assembleias não é impeditivo para que essas assembleias sejam consideradas para fins do art. 136, §2^o, embora reduzam a legitimidade do quorum reduzido apurado nessas assembleias.

27. Tendo em vista a dispersão das ações preferenciais da Companhia e o comparecimento de menos de 50% dos acionistas preferenciais nas últimas assembleias em que eles tinham matérias a deliberar, entendo que estão preenchidos os requisitos legais para que a CVM analise a conveniência e a oportunidade para a redução do quorum.

28. Embora a Companhia tenha pedido autorização para que o quorum de deliberação passe a ser, simplesmente, a maioria dos presentes, em substituição ao de 50% das ações com direito a voto, creio que a CVM pode adotar uma posição não binária, que chegue a uma posição intermediária.

29. Parece-me que uma deliberação como a da Reestruturação Societária merece uma legitimação maior do que a simples maioria dos presentes, isso porque a Reestruturação Societária não tem um propósito empresarial patente. Não se pode nem mesmo dizer que é ela (a Reestruturação Societária) que permitiria aumentar a capacidade de financiamento da Companhia por meio da ampliação, ao infinito, de sua capacidade de emissão de ações. Essa capacidade ela já tem hoje, a única coisa que a impediria de utilizar isso seria a intenção do acionista controlador de ser titular de mais de 50% das ações com direito a voto. O fato de após lhe ser conferido um benefício particular, o acionista controlador não mais pretender impedir a diluição de sua participação no capital social não resulta, juridicamente falando, da Reestruturação Societária (mas sim de um benefício particular cujo custo será incorrido por todos os acionistas preferenciais)(9).

30. Parece-me, portanto, que a Reestruturação Societária pretende, apenas, ser um meio de "recompensar" os acionistas controladores pela "entrega"(10) do poder de controle ao mercado e, também, "recompensar" os acionistas ordinários não controladores pela "perda" do direito ao *tag along* caso houvesse "transferência" e não "entrega" de controle.

31. Em contraposição a essa consideração, acredito não ser possível dizer que a dispersão acionária da Companhia justificaria um quorum excessivamente reduzido, pois, do contrário, a Companhia ver-se-ia paralisada em seus projetos futuros. A experiência de outras jurisdições mostra que isso não é verdade, caso a deliberação seja benéfica para todos acionistas. Nessas situações, o quorum qualificado se faz presente, mesmo em companhias com maior dispersão do que a encontrada entre as ações preferenciais da Companhia.

32. Países como os Estados Unidos e Inglaterra, em que um mundo de companhias abertas possui uma dispersão acionária muito mais elevada do que a apresentada pela Companhia em seu capital preferencial, também possuem um quorum qualificado para essas deliberações societárias significativas. Nos Estados Unidos (lei de Delaware e o Código Modelo de Sociedades Anônimas, adotado por muitos estados), exige-se, como no Brasil, o voto afirmativo de, ao menos, 50% das ações com direito a voto. Na Inglaterra, exige-se 75% dos votos presentes à assembleia.

33. Outras jurisdições com mercado de valores mobiliários desenvolvidos, mas cujas companhias não têm capital tão disperso quanto as dos Estados

Unidos e Inglaterra também possuem quorum qualificados. Na Europa, a Terceira Diretiva de Direito Societário, tratando de companhias abertas, determina que os países signatários estabeleçam em suas legislações um quorum mínimo, para a aprovação de incorporações e fusões, de 2/3 das ações que votem na assembléia ou, como alternativa, 50% das ações emitidas com direito de voto (como no Brasil). A Alemanha adotou a primeira solução, mas, como a Inglaterra, elevou esse quorum para 75% das ações com direito a voto presentes à assembléia. A França exigiu 2/3 das ações votando na assembléia, mas combinou esse percentual com um quorum mínimo de 1/3 das ações com direito a voto. No Japão, fora do regime europeu, combinam-se os requisitos da legislação americana e brasileira prevalecente (50% das ações com direito a voto) com o da francesa (acionistas representando 2/3 das ações votando na assembléia)(11).

34. A CVM, nos dois precedentes de que tenho notícias, adotou critérios distintos. No primeiro caso (Processo RJ2002/0567), reduziu o quorum para 40% do capital social (mas, naquele caso, o acionista controlador tinha um percentual significativo das ações). No outro (Processo RJ2006/3453), a CVM retirou o quorum, definindo que a aprovação deveria ocorrer por maioria.

35. Embora a experiência internacional indique a possibilidade da convivência entre dispersão acionária e quorum mínimos de aprovação, o regime brasileiro ainda desprovido de prática de pedido de voto aos acionistas, confere, ainda, legitimidade à redução de quorum. Assim, acho que deveríamos levar em conta (i) a apenas relativa dispersão das ações preferenciais da Companhia (ver item 21 acima), (ii) a ausência prévia de esforços da Companhia para que os acionistas preferenciais estivessem presentes às assembléias de acionistas e ausência de possibilidade de os titulares de ADRs votarem nessas Assembléias (ver item 25 acima), (iii) a importância da Reestruturação Societária para a situação patrimonial dos acionistas preferenciais, e (iv) a ausência de efeitos da Reestruturação Societária sobre as operações da Companhia (ver itens 29 e 30 e as notas de rodapé respectivas). Por esses motivos, se concedida a redução, o novo quorum não deveria ser o menor possível (maioria dos votos na Assembléia), mas um quorum que demonstrasse a legitimidade das deliberações tomadas.

36. Nesse contexto, sugiro a redução do quorum para 25%, o que conferiria legitimidade à aprovação da Reestruturação Societária, sem, no entanto, criar barreiras significativas.

37. Por fim, creio que a Companhia deverá, para conferir um tratamento equitativo entre os titulares de ADRs e os acionistas preferenciais, estabelecer um procedimento de pedido de votos, no qual sejam permitidos votos favoráveis e contrários à Reestruturação Societária (cf. prevê o art. 126, §2º, b), para os acionistas diretos da Companhia.

É como voto.

Rio de Janeiro, 25 de setembro de 2006.

Pedro Oliva Marcílio de Sousa

Diretor-Relator

(1) A evolução normativa aqui apresentada baseia-se na apresentada no livro *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.*, de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França (São Paulo: Malheiros, 1993, pgs. 68 e segs).

(2) Além de Trajano Miranda Valverde, temos pronunciamentos similares de Erasmo Valladão Azevedo Novaes e França ("*Percebe-se, assim, tal como no art. 142 do Decreto 434 de 1891 (que reproduziu a redação do art. 15, §10, da Lei 3.150 de 1882, e de idêntico dispositivo do Decreto 164, de 1890), ao fazer referência a 'benefício particular', o legislador não tinha em mente qualquer vantagem ilegal ou abusiva que o acionista perseguisse, mas simplesmente procurou obstar que o acionista votasse um benefício em seu próprio favor, mesmo que legítimo*" in *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.*, pg. 73), e Fran Martins ("*Por último, não poderá o acionista votar em deliberações que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o interesse da companhia. Se o voto deve ser dado tendo em vista a beneficiar, de modo particular, o acionista, é natural que este não concorra para a aprovação dessa deliberação. Não quer isso significar, entretanto, que a assembléia não possa deliberar no sentido de conceder benefícios particulares a determinados acionistas; assim pode acontecer e é lícito à assembléia deliberar a respeito, desde que haja uma justificação plausível para o caso; o que não deve acontecer é a participação do acionista, através do voto, na deliberação que lhe concede vantagens especiais*" in *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, volume 2, tomo I*, pgs. 83 e 84. 1ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 1978).

(3) Esse seria um ponto de crítica à edição do PO 34/06. Se o "benefício particular" do acionista mira acionistas em situações específicas, peculiares, como dar uma interpretação à regra de voto aplicável a acionistas indeterminados? A resposta parece-me simples: a situação descrita no PO 34/06 é particular (reestruturações societárias que resultem em uma maior participação no capital social a um acionista ou grupo de acionista, na qual todos os acionistas aportam riquezas semelhantes), mas pode atingir grupos de acionistas. Dessa forma, se a situação do acionista for similar à descrita no PO 34/06, sabe-se que a CVM considera-a, para fins do art. 115, §1º, como uma situação em que o acionista obtém um "benefício particular" e, por isso, não pode votar.

(4) As matérias sujeitas a assembléia especial dos acionistas preferenciais, determinada pelo art. 136, §1º da Lei 6.404/76, são relativas à características das ações preferenciais (art. 136, II) ou criação de ações preferenciais ou aumento desproporcional de classe de ações preferenciais que possa a vir a resultar na redução das preferências das ações já emitidas (art. 136, I).

(5) Todos os cálculos foram feitos a partir dos percentuais apresentados na lista de acionistas preferenciais e de titulares de ADRs apresentadas pela Companhia juntamente com a Consulta. Somei os percentuais de participação dos acionistas preferenciais que fossem, simultaneamente, titulares de ADRs e os considerei como apenas um acionista. Alguns investidores que administravam (ou possuíam) mais de uma carteira, sempre que identificados, foram considerados como um acionista apenas. Em razão dos arredondamentos, os percentuais consolidados aqui apresentados podem variar, se calculados com base no número de ações.

(6) Os motivos para que as assembléias do Grupo 1 não sejam levadas em consideração para fins do art. 136, §2º, além do argumento lógico de que apenas coisas semelhantes devem ser comparadas (participação das ações com direito a voto nas assembléias passadas), é que, quando não pode deliberar, o interesse do acionista comparecer às assembléias é reduzido. No caso de sociedades como a Companhia, a situação é ainda mais difícil, pois os ADRs não podem se fazer presentes quando a Companhia não solicita ao depositário o pedido de votos aos titulares de ADRs, pois eles nada podem fazer, se não cancelarem seus ADRs e tornarem-se acionistas preferenciais diretos da Companhia (que estão autorizados a comparecer quando não há matéria na ordem do dia que lhes permita votar).

(7) Aqui, creio ser necessário deixar claro que a Companhia não deve utilizar a faculdade prevista na *Section 4.07 Voting of Deposited Securities* do *Depositary Agreement* para solicitar que o depositário vote a favor da deliberação, dado que a Reestruturação Societária terá forte impacto sobre direitos econômicos dos acionistas. Essa recomendação não quer dizer que um tal pedido, em outras hipóteses pode ser válido, apenas que, neste caso, com certeza não é.

[\(8\)](#) No formulário 20-F, a Companhia informa aos titulares de ADRs que: "*Under Brazilian Law, only shareholders registered as such in our corporate books may attend shareholders' meetings. All preferred shares underlying the ADSs are registered in the name of the depositary. A holder of ADSs, accordingly, is not entitled to attend shareholders' meetings.*" (pg. 8 do 20-F arquivado na SEC em 30 de junho de 2006. Já na *Section 4.07 Voting of Deposited Securities* do *Depositary Agreement*, regula-se o direito de voto do titular do ADR, deixando claro que apenas quando o depositário for solicitado pela Companhia a pedir os votos dos titulares de ADRs é que esses titulares poderão votar.

[\(9\)](#) O aumento da capacidade de alavancagem, que resultaria da ausência de um controlador definido, é o argumento mais utilizado para justificar o interesse da Companhia na Reestruturação Societária. Esse argumento deve ser visto com moderação. Nada, na situação atual, exceto a intenção do controlador manter o a sua posição de mando, limita a capacidade da Companhia emitir ações. Na verdade, a Reestruturação Societária não alterará essa situação. Ela apenas corresponde a um pagamento, pelos acionistas preferenciais (ver ponderações sobre quem suporta os custos da Reestruturação Societária na primeira parte desse voto), de um valor em participação societária para que o acionista controlador deixe de limitar, por vontade própria, esse tipo de financiamento (parcela desse valor seria alocado aos acionistas ordinários). No entanto, nada há que impeça os atuais acionistas controladores (que, no futuro, seriam apenas acionistas muito relevantes), de utilizar sua influência para manter o *status quo* do quadro acionário, mesmo após a Reestruturação Societária.

[\(10\)](#) Aqui, deve-se chamar atenção que não há, até agora, compromisso de o grupo controlador ou componentes do grupo controlador de não adquirir ações ou voltar a controlar a Companhia com mais de 50% das ações. Nem há, também, compromisso de a Companhia não utilizar seus recursos de caixa para aquisição de ações em tesouraria e, ao longo do tempo, recolocar os futuros acionistas relevantes (e atuais acionistas controladores) como acionistas controladores com mais de 50% das ações. Mesmo que esses compromissos existam, a sua exigibilidade futura seria difícil. Não digo isso porque ache que o controle vá ser re-adquirido pelos atuais acionistas controladores ou que qualquer deles já tenha isso em mente, mas a simples possibilidade jurídica e econômica que isso venha a ocorrer justifica a exigência de uma maior legitimação da Reestruturação Societária pelos acionistas que suportarão seu custo, mediante a adoção de um quorum qualificado de aprovação.

[\(11\)](#) Sobre esse assunto ver Kraakman, Reinier *et alii*, *Anatomy of Corporate Law* (Grã-Bretanha: Oxford University Press, 2004, pg. 57, nota 107 e Capítulo 6, em especial pgs. 134 a 136).