

**Relator:** Diretor Pedro Oliva Marcilio de Souza

**Declaração de Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade**

1. Concordo inteiramente com o voto do Diretor Relator, mas gostaria, em respeito aos agentes de mercado, de também me manifestar expressamente sobre a consulta em análise, que contém, mais propriamente, características de uma espécie de "recurso" contra o Parecer de Orientação CVM 34/06.
2. A consulta afirma ser *"inconveniente a edição de parecer de orientação abordando, em tese, questões que devem ser objeto de análise caso a caso, consideradas as circunstâncias peculiares a cada operação"*.
3. Com todo respeito à autoridade do subscritor da consulta, parece de uma obviedade solar que o Parecer de Orientação 34 enunciou uma hipótese geral, e manifestou-se sobre ela, orientando o mercado sobre o entendimento que a CVM adotará quando da ocorrência de tal hipótese genericamente prevista. É isso que devem fazer os Pareceres de Orientação, e quem o diz é a Deliberação CVM 1, de 23 de fevereiro de 1978:

"Pareceres de Orientação - através dos quais a CVM, nos termos do disposto no artigo 13 da Lei 6.385/1976, dará orientação aos agentes do mercado e aos investidores sobre matéria que cabe à CVM regular. Os Pareceres de Orientação servirão, também, para veicular as opiniões da CVM sobre interpretação das Leis Nºs 6.385/76 e 6.404/76 no interesse do mercado de capitais."
4. Prossegue a consulta afirmando que *"a súbita e inesperada apresentação daquela opinião — que contraria o entendimento pretérito da autarquia sobre a matéria tratada no parecer, que persistia há longo tempo — traz uma insegurança jurídica a todos os seus participantes, de consequências ainda não avaliadas corretamente"*.
5. Quanto à afirmação de o parecer ter sido *"súbito e inesperado"*, tudo leva a crer que se trata de crítica relacionada a não ter sido colocado em audiência pública antes de sua aprovação. Ocorre que, como se sabe, o padrão da CVM, nesses 30 anos, foi o de não colocar Pareceres de Orientação em audiência pública, com poucas exceções. Isto se deve, provavelmente, ao fato de que a emissão de uma opinião pela CVM não determina a adoção de uma conduta obrigatória pelos agentes de mercado, apenas enuncia o entendimento que a CVM irá adotar, posteriormente, caso se depare com uma situação de fato que se encaixe na hipótese descrita no parecer.
6. Assim, no caso da operação de Telemar, que é discutida na consulta, a edição do Parecer de Orientação não obrigaria a companhia a adotar o entendimento nele consubstanciado, mas serviria para alertá-la, e a quaisquer outros agentes de mercado que venham a estar na mesma situação, de que, caso adotasse entendimento diverso, seus administradores poderiam vir a ser responsabilizados posteriormente, em processo sancionador. A decisão de tal processo sancionador, como é óbvio, não produziria o efeito de anular as deliberações assembleares tomadas, o que sempre dependeria de demanda judicial movida pelos acionistas interessados.
7. Acresce que a prescrição prevista em lei para o processo sancionador é de 5 anos, e, portanto, caso não fosse emitido o Parecer de Orientação, essa, e todas as operações similares, poderiam ser realizadas, e posteriormente ser objeto de sanções administrativas, sem prévio aviso aos administradores que seriam potencialmente sancionados. Essa possibilidade é que foi, a meu juízo, *"avaliada corretamente"* quando da edição do Parecer, pois ela é que causaria insegurança jurídica.
8. A afirmação da consulta, no sentido de que o Parecer de Orientação 34 representaria uma mudança de opinião da CVM *"sobre o tema"*, mudança que a consulta diz ter sido *"súbita"* e *"radical"*, parece-me, *data venia*, fruto de uma confusão quanto ao objeto do Parecer de Orientação 34. O Parecer está restrito a operações de incorporação em que a relação de troca seja diferente para as diversas espécies ou classes de ações, e fundada em critérios não objetivos, como definidos no Parecer.
9. A CVM, de fato, já se manifestou diversas vezes sobre operações de incorporação ou de incorporação de ações de controladas, afirmando que, em tais situações, a centralização no acionista controlador da vontade formadora da deliberação de ambas as companhias envolvidas é neutralizada, pela Lei 6.404/76, através da regra do art. 264, que determina a realização de uma segunda avaliação, a preços de liquidação das companhias envolvidas.
10. Entretanto, até onde me é dado saber, a CVM nunca antes se manifestou sobre operações como as tratadas pelo Parecer de Orientação 34, isto é, operações de incorporação ou incorporação de ações de sociedade controlada em que a relação de substituição estabelecida para as ações seja diferente, dependendo das espécies ou classes das ações, e tal diferença se funde em critérios não objetivos. Nos termos do Parecer, o voto foi considerado impedido apenas quando o tratamento mais vantajoso não decorrer de critério objetivo.
11. A diferença entre as duas situações parece-me sensível, a justificar a diversidade de tratamentos. Com efeito, é conhecida a opinião do Prof. Alfredo Lamy Filho sobre operação de incorporação de controlada por sociedade controladora, em que os ativos desta última são exclusivamente as ações da incorporada, mas em que se estabelece avaliação diversa para o mesmo bem (a sociedade controlada) no patrimônio da incorporadora e no dos sócios da incorporada.
12. O Prof. Lamy cita Santagata, para quem o controlador *"não está impedido de votar a deliberação da incorporação ...; todavia, quanto à fixação da relação de troca ...deve o majoritário abster-se de causar dano à minoria"*. A partir daí, o Prof. Lamy afirma que *"a deliberação da incorporação é tida como inquestionável (ato discricionário) mas não a relação de troca de ações, ou a avaliação dos patrimônios, que deve guardar absoluta equidade para não resultar gravosa para a minoria"*.
13. E Prossegue o Professor Lamy: *"A lei não admite — nem poderia admitir — que a ação do controlador tenha um valor (patrimônio + ágio) e a do minoritário valha, apenas, o patrimônio líquido, estabelecendo-se a relação de troca de ações com base em dois valores diversos para um mesmo bem"*. Segundo o Prof. Lamy, a permitir-se tais operações, *"estaria aberta uma via real para a fraude e a opressão dos minoritários: bastaria que o controlador contabilizasse um grande ágio (verdadeiro ou simulado) na aquisição das ações para, com a conseqüente incorporação da controlada anular, ou reduzir, participação daqueles minoritários."*
14. A conclusão do Prof. Lamy é a de que, em casos tais, a avaliação a preços de mercado determinada pelo art. 264 da Lei das S.A. não estará correta se considerar tais valores díspares para o mesmo ativo, e portanto será ilegal a deliberação que aprovar tal avaliação (A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária, *in A Lei das S.A.*, com J.L. Bulhões Pedreira, vol. II, rio de Janeiro : Renovar, 2ª ed., 1996, pp. 572/584).
15. Opinião semelhante foi adotada pela CVM quando examinou o caso TCOC (incorporação de Tele Centro Oeste Participações S.A. - TCO por Telesp Participações S.A.).<sup>(1)</sup> Naquela decisão foi-se ainda mais longe, pois embora o protocolo de incorporação não estabelecesse relação de substituição desproporcional para as diversas espécies de ação, a CVM houve por bem considerar fatos anteriores à operação, ocorridos quando da alienação do controle da TCO, para concluir que aos acionistas titulares de ações ordinárias estava sendo dado tratamento mais vantajoso, e não equitativo, que aos detentores de ações preferenciais.

16. Naquele caso, aliás, a CVM não se limitou a uma opinião pelo impedimento de voto, que permitiria que a operação fosse realizada, se esta fosse a vontade da maioria dos acionistas atingidos — com faz o Parecer de Orientação 34. Preferiu-se, ali, opinar pela ilegalidade do negócio, considerando a CVM, portanto, que uma operação de tal natureza não poderia ser convalidada nem mesmo pela assembléia, ainda que sem o voto dos acionistas beneficiados.

17. A consulta afirma que o critério de potencial prêmio de controle, que seria hipoteticamente pago em uma eventual alienação de controle da Telemar, deveria ser considerado como um critério objetivo, para os efeitos do Parecer de Orientação 34, reconhecendo-se, assim, que a diferença de tratamento entre os acionistas se justificaria, e o voto não estaria impedido. Diz a consulta:

"Quando o acionista, que é detentor de um bloco de ações que lhe asseguram o controle da companhia, pretende alienar a terceiro as ações que integram o aludido bloco, é certo que ele estabelece um preço que, além de considerar o valor econômico da companhia (apurado por um dos critérios usualmente utilizados no mercado), também leve em conta o prêmio que é atribuído ao conjunto de ações que assegura, ao seu titular, o poder de comandar os destinos da companhia"

18. Contudo, a mera transcrição de uma passagem do voto vencedor naquele caso TCOC parece suficiente para afastar não só essa alegação como a de que a CVM teria, com o Parecer de Orientação 34, mudado "*súbita e radicalmente*" de opinião:

"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." (sublinhados do original, negritos nossos)

19. No caso da TCOC tinha havido uma efetiva alienação de controle, com efetivo pagamento de prêmio ao acionista controlador, e ainda assim a CVM entendeu que a empresa comum não podia ser avaliada por critérios distintos, quando da incorporação. O Parecer de Orientação 34 foi bem menos longe. Apenas considerou que uma tal alienação, e a grandeza do prêmio, não podem ser presumidos pelo próprio controlador, sem a efetiva ocorrência do negócio. Opinião, portanto, bem menos "*radical*" que a do julgamento do caso TCOC.

20. A consulta também afirma como efeito "*provável*" do Parecer de Orientação 34 a "*interrupção de um processo, que vinha sendo desenvolvido em mercado, de migração, de companhias com controle concentrado, para o Novo Mercado da Bovespa, processo esse que indubitavelmente favorecia o aperfeiçoamento das práticas de governança de nossas companhias, em benefício de todos: da própria companhia, de todos os seus acionistas (porque teriam suas ações negociadas a valores maiores em mercado) e do próprio mercado, em decorrência de uma indiscutível melhora do ambiente, estimulando outras companhias a adotar igual procedimento*".

21. A conclusão, *data venia*, parece demasiada. O Parecer de Orientação 34, ao contrário da decisão do caso TCOC, não considera as operações nele previstas como ilegais; apenas entende que a espécie de ações beneficiada não pode votar na deliberação. A operação, entretanto, poderá ser levada a cabo. Para tanto, evidentemente, será preciso que os titulares das ações prejudicadas concordem com o argumento da consulta, no sentido de que a migração será boa para todos, e para companhia — o que dependerá, no mundo real (não nos enganemos), da relação de substituição proposta.

22. O Parecer de Orientação 34, assim, não parte do pressuposto de que vale a pena migrar para o Novo Mercado, a qualquer custo — porque esse seria no mínimo um pressuposto que o órgão regulador não deveria adotar sem um profundo exame econômico, e que, convenhamos, parece evidentemente falso. Contudo, o Parecer de Orientação não impede que a migração ocorra, desde que em bases deliberadas pela maioria dos acionistas atingidos.

23. Um importante aspecto da consulta é a afirmação de que o Parecer de Orientação 34 "*retira voto da ação que tem direito político, porque outorga aos titulares de ações preferenciais um direito que não integra as referidas ações*". A isso se acrescenta o argumento de que, enquanto o acionista controlador propõe a relação de troca, e os preferencialistas decidirão se a aceitam, os minoritários titulares de ações ordinárias acabam ficando sem voz.

24. Esses pontos não são relevantes para o caso concreto da consulta (a operação de Telemar), por uma razão bem simples: a operação de Telemar já fora anunciada, desde sempre, com a concessão de voto aos acionistas titulares de ações preferenciais, que poderiam votar na assembléia geral. Assim, se a aplicação do Parecer de Orientação 34 à operação de Telemar leva ao impedimento de voto dos titulares de ações ordinárias, a consequência direta é a de que apenas os titulares de ações preferenciais votarão. Dizendo-o de outra forma: não foi o Parecer que deu voto às ações preferenciais, no caso concreto, foi a própria Telemar. <sup>(2)</sup>

25. Mas aquelas questões levantadas na consulta são importantes porque tocam em um aspecto muito sério: uma eventual ilegalidade da interpretação adotada pelo Parecer de Orientação 34, quanto ao conjunto dos acionistas impedidos de votar. Embora reconhecendo que se trata de tema controvertido, minha conclusão, quanto a ele, é a de que a interpretação adota pelo Parecer é perfeitamente legal, e, além disto, a melhor possível, em tais situações, do ponto de vista prático, como demonstrado no voto do Relator.

Rio de Janeiro, 17 de outubro de 2006.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

(1) Processo 2003/12770, Reg. 4260/03, decidido em 26.12.2003.

(2) Cabe aqui uma observação sobre as possíveis motivações de uma tal concessão de direito de voto. Do ponto de vista prático, é pouco provável que

algun acionista controlador corra o risco de uma demanda judicial por danos aos demais acionistas, em casos de tão evidente benefício para sua participação acionária. Tanto assim que, no caso da consulta (operação de Telemar), e na única outra operação anterior em que houve relações de troca diversas (Embraer), a operação já foi estruturada com a concessão voluntária de voto aos acionistas titulares de ações preferenciais. Em ambos os casos, condicionou-se a eficácia da operação à não oposição por pelo menos 50% do total das ações, ordinárias e preferenciais, não pertencentes ao controlador. Dizendo-o de maneira ainda mais clara: a blindagem da operação pela aprovação em assembléia será provavelmente considerada fundamental para prevenir-se a responsabilidade por abuso de voto. Uma vez aprovada a matéria em assembléia em que todos os acionistas possam comparecer, e o controlador somente acompanhe o voto da maioria, os vencidos sempre poderão discutir a validade da deliberação, mas terão dificuldade sensivelmente maior em propor uma ação de indenização em face do acionista controlador.