

Declaração de Voto

Pedro Oliva Marcílio de Sousa

01. Eu acompanho o posicionamento da área técnica, ressaltando, apenas, que a Lei 6.404/76 não estabelece a necessidade de prévia avaliação das companhias, para que se determine a relação de substituição em incorporação de ações. Essa é uma decisão "arbitrária", em sua aceção técnica, das administrações, que, no estabelecimento da relação de substituição, devem levar em conta o interesse das companhias que administram.

02. Assim, o incorporado pode negociar procurando o melhor "preço", que pode ser, inclusive, menor que o preço pelo fluxo de caixa descontado ou o valor de mercado, desde que o processo de negociação tem sido justo e desinteressado. Isso se dá, inclusive, porque a incorporação será decidida pelos próprios acionistas e não pela administração.

03. A incorporadora, por seu turno, pode até "pagar" mais que o valor justo ou a avaliação pelo fluxo de caixa descontado ou o valor de mercado, pois pode incluir em sua análise fatores extra-companhia analisada isoladamente (economia de custos, poder de mercado, patentes complementares, liderança, etc...). O que importa, aqui, também, é um processo de negociação justo e desinteressado.

04. Como em reestruturação entre partes ligadas não se antevê um processo desinteressado, a Lei 6.404/76, em seu art. 264, estabeleceu um critério comparatório para que se analise se a relação de substituição é adequada. Esse critério é o patrimônio líquido a preços de mercado. Caso a relação de substituição por esse critério legal seja superior, como conseqüência, a lei prevê que o direito de recesso seja apurado com base nesse valor (resguardando, conseqüentemente, o caráter arbitrário na fixação da relação de substituição).

05. Esse mesmo art. 264 prevê a possibilidade de a CVM autorizar a utilização de outro critério. No caso concreto, em que o valor da incorporadora foi apurado com base em um critério - valor de mercado - e a incorporada com outro - fluxo de caixa descontado - nada melhor para o acionista minoritário de ambas as sociedades do que a comparação da relação de substituição com base em um único critério.

06. Tendo em vista a escassa liquidez das ações da companhia incorporada, parece-me que a avaliação de ambas as sociedades pelo fluxo de caixa descontado é o melhor critério para a comparação da relação de substituição.

É o voto.

Rio de Janeiro, 19 de junho de 2007

Pedro Oliva Marcílio de Sousa