PROC. RJ2007/3296

Declaração de Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto

1. Propósito do Voto

Concordo integralmente com o voto da Presidente Maria Helena Santana, que propõe o acolhimento do pedido de reconsideração da Weg e a reforma de nossa decisão de 18 de setembro. No entanto, tenho algumas considerações adicionais a fazer, cujo propósito é duplo: (i) explicitar as razões de meu voto; e (ii) comentar sobre alguns outros aspectos deste caso que têm implicações futuras.

2. Razões da Decisão

Em sua primeira decisão no caso em exame, a CVM indeferiu o pedido de registro da oferta unificada da Trafo com base no art. 4º, §4º da Lei nº 6.404/76, que exige que as ofertas de cancelamento sejam feitas "por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia".

O raciocínio subjacente àquela decisão é bastante simples e convincente. Em um negócio recente, a própria Weg adquiriu ações preferenciais da Trafo a R$2,64 por ação. Como os administradores da Weg estão sujeitos a deveres fiduciários, eles não podem negar que este valor é o preço justo das ações da Trafo. Logo, a CVM não poderia registrar a oferta por valor inferior.

De fato, é muito difícil negar que R$2,64 seja o preço justo, pois este valor foi obtido em uma negociação livremente concluída entre: (i) uma companhia aberta, cujos administradores estão sujeitos a deveres fiduciários; e (ii) o antigo controlador da Trafo, que conhecia profundamente o negócio e tinha acesso a informações sigilosas.

O problema é que esse raciocínio esbarra em uma questão preliminar: Será que a CVM pode declarar o preço justo de uma oferta para os fins do art. 4º, §4º da Lei nº 6.404/76? Em outras palavras: Será que a CVM pode impedir que Weg realize uma oferta aos demais acionistas porque entende que o preço ofertado é injusto? Nossos precedentes dizem que não.[(1)] E eles me parecem absolutamente corretos.

Para compreendermos estes precedentes, precisamos dar um passo atrás e investigar, preliminarmente, a função do art. 4º, §4º, da Lei nº 6.404/76. Em especial, precisamos entender porque a lei demonstra tamanha preocupação com as ofertas de cancelamento de registro. Afinal, os acionistas minoritários não são obrigados a aderir a essas ofertas. Por que então protegê-los?

A proteção se justifica por duas razões. A primeira é bastante conhecida: trata-se da assimetria de informações que se verifica entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários. Como se sabe, os acionistas controladores conhecem melhor os negócios da companhia do que os demais investidores, detendo, inclusive, informações sigilosas. Obviamente, essas informações os colocam em posição vantajosa no momento de precificar a oferta e negociá-la com os minoritários.

A segunda razão para a tutela legal é menos evidente porém mais preocupante, qual seja, o caráter potencialmente coercitivo das ofertas de fechamento de capital.[(2)] Como é sabido, os investidores temem as ofertas de cancelamento porque elas podem subtrair toda a liquidez do mercado. Se isso ocorrer, o investidor que não aceitou a oferta ficará preso em uma companhia cujas ações não são mais negociadas.

É claro que esse temor não existiria se o mercado agisse como um bloco, já que uma rejeição em massa da oferta preservaria a liquidez. Contudo, o mercado não é um ente coeso e nenhum investidor sabe ao certo como os demais investidores agirão. Nesse cenário de incerteza, a estratégia mais racional para cada investidor é aceitar a oferta, mesmo que o preço seja injusto.

Esta conclusão decorre de uma simples análise de custo e benefício. Em um mercado pulverizado, a decisão de cada investidor conta muito pouco ou nada para o resultado final da oferta. Logo, o benefício esperado da rejeição da oferta é baixo, pois uma decisão isolada pouco influencia o resultado. Por outro lado, o custo incorrido com a rejeição é enorme, pois as ações do investidor se tornarão ilíquidas se a oferta for bem sucedida. [(3)]

Daí porque a Lei nº 6.404/76 previu que as ofertas de cancelamento fossem realizadas a preço justo: para proteger os investidores contra assimetrias de informação e ofertas coercitivas. Esta é a função do art. 4º, §4º, da lei.

Mas essa investigação não esgota a questão. Uma vez entendida a finalidade do dispositivo legal, precisamos determinar qual é a melhor forma de conferir-lhe efetividade. Foi justamente nesse ponto que nossa primeira decisão foi falha. Nossa decisão presumia que a CVM pode declarar qual é o preço justo de uma oferta de cancelamento. Mas esse tipo de determinação é problemática, por duas razões.

Primeiro, porque a CVM teria enorme dificuldade para determinar o preço justo na grande maioria dos casos. Como se sabe, a avaliação de empresas é uma tarefa um tanto quanto subjetiva. Além disso, a avaliação depende de informações de que a CVM não dispõe e cuja correção a CVM não pode verificar. Logo, não estamos bem posicionados para declarar o preço justo das ofertas.

Segundo, porque eventual erro da CVM poderia prejudicar – e muito – os investidores. Com não há norma que obrigue o controlador a fechar o capital, ele pode não realizar a oferta pelo valor determinado pela CVM. Neste caso, os acionistas que concordavam com o preço proposto pelo controlador serão privados de uma oportunidade de alienar suas ações a um preço que entendem perfeitamente conveniente.

É justamente isto o que a Weg poderia fazer no caso em exame, caso mantivéssemos nossa primeira decisão. Se a Weg retirasse a oferta, os acionistas que consideram R$2,29 um preço justo teriam boas razões para questionar nossa atuação. Afinal, nós não os deixamos julgar se esse preço é ou não interessante. Em resumo: no afã de proteger os acionistas minoritários, estaríamos retirando seu direito de escolha e prejudicando seus interesses econômicos.

Para evitar este tipo de problema, a CVM vem adotando uma outra estratégia, de caráter eminentemente procedimental. Ao invés de determinar o preço justo, nossas normas e precedentes têm criado procedimentos que permitem ao acionista tomar uma decisão livre e informada. Tais procedimentos estão previstos na Instrução nº 361/02, que procurou mitigar as assimetrias de informação e eliminar o aspecto coercitivo das ofertas de cancelamento.

Dentre os mecanismos contemplados nesta Instrução, o mais importante é a opção de venda prevista no art. 10, §2º . Este dispositivo prevê que, caso a oferta de cancelamento seja bem sucedida, os acionistas remanescentes podem alienar suas ações nos 3 meses subseqüentes, pelo mesmo preço e nas mesmas condições da oferta. Esta *put* praticamente elimina o problema da coerção, permitindo que o acionista rejeite a oferta sem correr o risco de ficar preso em uma companhia sem liqüidez. [(4)]

Somado a outros mecanismos de proteção previstos na mesma Instrução – como o laudo de avaliação obrigatório, a revisão de preço, o rateio proporcional, o valor mínimo para resgate e o *quorum* especial de 2/3 para o cancelamento – o *put* diminuiu a necessidade e o escopo da ação interventiva da CVM. Garantida a informação e eliminado o aspecto coercitivo da oferta, os acionistas podem decidir, por si próprios, se o preço da oferta é ou não justo.

Por este motivo, entendo que devemos acatar a proposta da Weg de realizar a oferta unificada a R$2,29 por ação. Desde a edição da Instrução nº 361/02, a CVM vem adotando uma estratégia procedimental nas ofertas de cancelamento, obtendo com isso excelentes resultados. Seria um erro mudar de curso agora, pois os riscos de tal mudança são grandes e os benefícios, incertos.

3. Aspectos Adicionais

Antes de encerrar esta declaração de voto, gostaria de comentar sobre três temas adicionais levantados pelo caso em exame e que têm implicações para o futuro: (i) a determinação da relação de troca em operações compulsórias; (ii) o tratamento de ajustes de preço e indenizações nas vendas de controle; e (iii) a correção do valor das ofertas públicas no tempo.

i) *Operações Compulsórias*

Uma das razões que me levaram a votar pelo acolhimento do pleito da Weg tem a ver com uma possível arbitragem regulatória entre as ofertas de cancelamento e operações societárias compulsórias. Na medida em que aumentamos o grau de escrutínio nas ofertas públicas de cancelamento, acabamos por criar um incentivo para que os controladores optem por caminhos alternativos, como as incorporações de controladas.

Esse incentivo involuntário é preocupante porque, ao contrário das ofertas de cancelamento, as incorporações de controladas são compulsórias para os acionistas minoritários. Nestas operações, os administradores das duas companhias negociam a relação de troca diretamente entre si, submetendo o negócio à aprovação da assembléia geral, na qual a sociedade controladora tem maioria. Logo, o potencial para abuso é maior. [(5)]

Justamente por isso, gostaria de deixar absolutamente claro que nossa decisão de hoje – de que a CVM não pode exigir que as ofertas de cancelamento tenham como preço mínimo aquele obtido numa negociação privada entre o ofertante e o antigo controlador – leva em conta o aspecto voluntário das ofertas públicas e, justamente por isso, tem aplicação restrita a este tipo de operação.

Caso o mesmo tipo de negociação privada ocorresse previamente a uma incorporação de controlada, minha conclusão seria provavelmente outra. Acho difícil que um administrador possa justificar, à luz dos deveres fiduciários a ele impostos pelos artigos 153 a 155 da Lei nº 6.404/76, uma incorporação de controlada cuja relação de troca não guarde nenhuma relação com o preço praticado em uma negociação prévia recente envolvendo o atual controlador.

ii) Ajustes e Indenizações

Outro aspecto relevante do caso em exame diz respeito aos ajustes de preço e indenizações pactuados nas alienações de controle. Em sua primeira decisão neste caso, a área técnica da CVM permitiu que a Weg descontasse do preço da oferta o valor estimado das indenizações que o antigo controlador pode vir a pagar à Trafo por passivos ocultos.

Este desconto era indevido. O art. 254-A da Lei nº 6.404/76 determina que as ofertas sejam feitas por pelo menos 80% "do valor pago por ação com direito a voto". No caso em exame, a Weg pagou R$2,64 por ação aos antigos controladores, sem qualquer desconto; eventuais passivos ocultos serão objeto de uma indenização futura e não de uma retenção de preço.

Além disso, a indenização eventualmente devida pelos antigos controladores será paga à Trafo e não aos compradores. É o que prevê claramente a cláusula 9.1 do contrato de compra e venda das ações: "[O]s Vendedores ...deverão reembolsar a Companhia pelas perdas, por ela, efetivamente incorridas em razão de eventual Indenização ou Contingência Passiva".

Obviamente, uma cláusula como esta não pode servir de base para a redução do preço ofertado aos acionistas minoritários, seja porque ela não implica alteração no preço pago pelo adquirente do controle, seja porque ela prevê um reembolso à companhia e não ao comprador. Por esta razão, o piso para a oferta da Trafo deve ser R$2,11, sem qualquer desconto.

Tendo em vista essas considerações, recomendo à área técnica da CVM especial atenção na análise das retenções, indenizações e ajustes de preço pactuados entre o alienante e o adquirente do controle. Ao contrário do revogado art. 254, que exigia "tratamento igualitário aos acionistas minoritários", o art. 254-A exige o pagamento de 80% do preço. Logo, somente os elementos que compõem o preço devem ser utilizados no cálculo do valor a ser ofertado aos demais titulares de ações ordinárias.

iii) Correção do Preço

Por fim, gostaria de salientar um último ponto, também suscitado nas discussões deste caso. A postura francamente liberal que adotei neste voto está fundada no entendimento de que o art. 10, §2º da Instrução CVM nº 361/02 praticamente eliminou o aspecto coercitivo das ofertas de fechamento de capital. Para que isso seja uma realidade, todavia, a CVM precisa assegurar a adequada atualização do valor devido aos acionistas que exercerem o *put* ali previsto.

Para este efeito, não basta a correção monetária do valor ou a aplicação de uma taxa de juros desvenciliada daquelas praticadas no mercado. Para eliminar totalmente o aspecto coercitivo da oferta, é necessária a incidência de juros a uma taxa que remunere adequadamente o acionista pelo seu custo de oportunidade. Esta taxa deve ser avaliada caso a caso, pela área técnica da CVM.

Ressalto que qualquer discrepância de valores, por menor que seja, pode tornar a oferta coercitiva em um mercado em que é grande a dispersão acionária[(6)] No cálculo de cada acionista, o benefício de uma rejeição da oferta é tão remoto que seu valor esperado tende a zero. Logo, qualquer desvantagem que o acionista possa ter não aderindo à oferta pode levá-lo aceitá-la mesmo quando o preço é injusto.

Essa mesma recomendação é aplicável às ofertas do art. 254-A, embora por razões diversas. Com efeito, esse dispositivo legal determina que o novo controlador pague aos minoritários 80% "do valor pago por ação com direito a voto". Quando o contrato prevê uma taxa de juros para os pagamentos a prazo devidos ao controlador, deve-se exigir que essa taxa seja aplicada também aos minoritários. No silêncio do contrato, deve ser aplicada uma taxa que reflita o custo de oportunidade do investidor.

É como voto.

Rio de Janeiro, 31 de outubro de 2007.

Marcos Barbosa Pinto

(1) Conforme resumiu o Presidente Marcelo Trindade no Proc. CVM RJ 2007/1996: "Frise-se que assim é mesmo nos casos de ofertas para cancelamento de registro, em que a lei expressamente fala em preço justo, e a CVM, através da Instrução 361/02, determinou que essa declaração de justiça fosse feita por avaliador independente. Isto é: mesmo quando a lei fala em preço justo, o que não é o caso das ofertas de alienação controle, a CVM não examina nem muito menos declara a justiça do preço, mas apenas verifica se as formalidades e a justificação necessárias foram cumpridas."

(2) O caráter coercitivo de algumas ofertas foi uma das principais razões que levaram as cortes de Delaware, nos Estados Unidos, a permitir ações

defensivas por parte da administração de empresas alvo de ofertas hostis de aquisição de controle. **Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.**, 493 A.2d. 946 (Del. 1985).

(3) Este raciocínio é desenvolvido em Bebchuk, L. Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers. **Harvard Law Review**, v. 98, p. 1695.

(4) A eficácia de um mecanismo similar ao nosso *put* para combater o aspecto coercitivo de certas ofertas públicas foi destacado em **AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.**, 519 A.2d. 103 (Del. Ch. 1986).

(5) Justamente por isso, a literatura norte-americana recomenda um escrutínio mais rigoroso para as *freeze-out mergers* do que para as ofertas públicas. Gilson, R. & Gordon, J. Controlling Controlling Shareholders. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 152, p. 785.

(6) Bebchuk, L. The Case Against Board Veto in Corporate Takovers. **University of Chicago Law Review**, v. 69, p. 973.