

MEMORANDO

Para: Colegiado da CVM

De: Marcos Barbosa Pinto

Data: 30 de maio de 2008

Ref.: Incorporação de Controladas

1. Proposta de Parecer de Orientação

1. Por meio deste memorando, gostaria de propor aos demais membros do colegiado a edição de um parecer de orientação detalhando os deveres fiduciários dos administradores no processo de negociação de fusões, incorporações e incorporações de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.
2. Uma minuta do parecer encontra-se anexa.
3. O propósito deste memorando é defender a promulgação da minuta anexa, explicar melhor a minha proposta, refutar algumas possíveis objeções e indicar as providências a serem tomadas caso a proposta seja aceita.
4. O memorando está dividido em seis partes, incluindo esta introdução. Na parte 2, analiso a situação atual das operações no Brasil; na parte 3, descrevo a evolução do direito norte-americano acerca deste assunto; na parte 4, explico como a experiência norte-americana pode ser aproveitada no Brasil; na parte 5, analiso as possíveis objeções à proposta; na parte 6, indico os próximos passos.
5. Para facilitar as referências, chamarei todas as operações mencionadas em 1.1 acima de "incorporações de controladas".

2. A Situação Problemática Atual

1. De todas as operações freqüentes no mercado brasileiro, as incorporações de controladas são, sem sombra de dúvida, as mais problemáticas. Esse caráter problemático se deve a uma combinação de cinco fatores, descritos a seguir.
2. Primeiro fator: as incorporações de controladas podem causar prejuízos significativos para os minoritários. Como essas operações normalmente envolvem todo o patrimônio da empresa, qualquer desequilíbrio na relação de troca das ações pode trazer perdas consideráveis para os acionistas.
3. Segundo fator: as incorporações de controladas são coercitivas para os minoritários. Segundo o art. 137 da Lei nº 6.404/76, essas operações podem ser aprovadas pela maioria dos acionistas. E, conforme indicam os precedentes da CVM, o controlador pode votar nessas operações, ainda que figure como contraparte na operação.⁽¹⁾
4. Terceiro fator: o direito de recesso não é necessariamente suficiente para tutelar os interesses dos acionistas minoritários em caso de abuso de poder de controle, pelas seguintes razões:
 - i. segundo o art. 264, §1º, combinado com o art. 137, II, da Lei nº 6.404/76, o recesso não é sequer cabível quando as ações da companhia controlada têm alguma liquidez;⁽²⁾
 - ii. o art. 45 da Lei nº 6.404/76 permite que o estatuto fixe o valor do reembolso pelo valor patrimonial, que raramente reflete o valor justo das ações de uma companhia operacional saudável;
 - iii. o cálculo do reembolso pelo valor do patrimônio a preços de mercado, conforme previsto no art. 264, *caput*, Lei nº 6.404/76, também não reflete, via de regra, o valor justo das ações de uma companhia operacional saudável;⁽³⁾
- IV. mesmo quando o valor de reembolso é calculado pelo valor econômico, que é o critério de avaliação mais adequado, ⁽⁴⁾ a estimativa desse valor é feita por avaliadores escolhidos pela própria assembléia geral, na qual o controlador tem maioria, conforme dispõe o art. 45, §4º da Lei nº 6.404/76.
1. Quarto fator: isoladamente, o mercado não consegue reprimir eventuais abusos de poder de controle nessas operações. Como os ganhos a serem obtidos são grandes, eles podem compensar o prejuízo reputacional sofrido pelos controladores.⁽⁵⁾
2. Quinto fator: a CVM e o Judiciário vêm enfrentando dificuldades para avaliar a equitatividade das relações de troca propostas, devido ao caráter parcialmente subjetivo das avaliações de empresas.
3. Em conjunto, esses fatores podem gerar incentivos econômicos para que se fixem relações de troca injustas, aproveitando unilateralmente e obtenham ganhos significativos, a despeito da supervisão do mercado, da CVM e do Judiciário.
4. Décadas atrás, os Estados Unidos se encontravam na mesma situação em que o Brasil se encontra hoje. Desde então, o direito norte-americano evoluiu muito. E nós temos muito a aprender com essa evolução, como procurarei demonstrar a seguir.

3. A Evolução Norte-Americana

- 3.1 Há cerca de 30 anos, a situação nos Estados Unidos era muito semelhante à brasileira. Assim como no Brasil, permitia-se que o controlador exercesse seu direito de voto nas incorporações de controladas e entendia-se que o direito de recesso, apesar de inadequado, era a única alternativa disponível para os minoritários dissidentes.⁽⁶⁾
- 3.2 Por motivos muito semelhantes aos elencados no item 2 acima, essa situação criava fortes incentivos econômicos para que operações lesivas aos minoritários fossem concluídas, com pouca repressão por parte do Judiciário.

3.3 A situação mudou, porém, com o julgamento do caso *Singer v. Magnavox Co.*, no qual a Suprema Corte do Estado de Delaware decidiu que a previsão legal do direito de recesso não afastava os deveres fiduciários dos administradores nas incorporações de controladas.⁽⁷⁾ Em sua decisão, a corte deixou claro que os administradores têm o dever de negociar termos e condições de incorporação que sejam *entirely fair* para os acionistas minoritários.⁽⁸⁾

3.4 Na seqüência, em *Weinberger v. UOP, Inc.*, a Suprema Corte de Delaware explicitou o que vem a ser uma operação *entirely fair*. Segundo a corte, o conceito de *entire fairness* abrange dois elementos: (a) imparcialidade do processo de negociação e (b) preço justo.⁽⁹⁾ Desses dois elementos, a corte focou sua análise no primeiro, pois a imparcialidade do processo de negociação é, segundo a corte, a melhor garantia de que o preço negociado seja justo.

3.5 Em *Weinberger* e diversos casos posteriores, a Suprema Corte de Delaware orientou o mercado a respeito do que ela considerava um processo imparcial de negociação. Segundo a corte:

- i. é recomendável a constituição de um comitê independente para aprovar as incorporações de controladas; ⁽¹⁰⁾
- ii. o comitê independente deve ter amplos poderes para negociar os termos da incorporação, podendo, inclusive, recusá-la; ⁽¹¹⁾
- iii. os administradores devem fornecer todas as informações disponíveis para que o comitê independente desempenhe sua função; ⁽¹²⁾
- iv. o comitê independente deve contar com assessoria jurídica e financeira independente; ⁽¹³⁾
- v. as negociações devem ser conduzidas de maneira diligente. ⁽¹⁴⁾

3.6 Essa solução processual me parece bastante equilibrada, pois permite a realização de operações vantajosas para a companhia *desde que* um processo de barganha independente seja realizado. ⁽¹⁵⁾

3.7 Essa solução reconhece, claramente, o caráter problemático das incorporações de controladas. Ela não ignora, porém, as dificuldades do Judiciário para avaliar a comutatividade das relações de troca.

3.8 Por isso, ela trilha um caminho intermediário. Ela deixa a fixação da relação de troca nas mãos dos que estão em melhor posição para negociar a operação: os administradores, agora sujeitos a regras procedimentais claras que tendem a propiciar negociações independentes.

3.9 Na minha opinião, a solução adotada pelas cortes norte-americanas pode ser imediatamente aplicada no Brasil. É o que procurarei demonstrar a seguir.

4. Adaptação ao Direito Brasileiro

1. Em diversos casos, a CVM decidiu que o art. 264 da Lei nº 6.404/76 reconhece, implicitamente, que o controlador pode votar nas incorporações de controladas.⁽¹⁶⁾ Não me parece conveniente, nem oportuno, alterar essa jurisprudência.
2. Também é pacífico na CVM o entendimento de que a relação de troca na incorporação de controladas pode ser livremente negociada entre as companhias envolvidas, o que é absolutamente correto.
3. Todavia, nenhum desses antecedentes significa, nem poderia significar, que o art. 264 da Lei nº 6.404/76 exclui outros mecanismos legais de proteção ao acionista minoritário, como os deveres fiduciários dos administradores.⁽¹⁷⁾ Esses precedentes não significam, tampouco, que a relação de troca possa ser fixada de maneira não-comutativa, com prejuízo para o acionista minoritário.
4. Como se sabe, a CVM já instaurou diversos processos administrativos visando a punir controladores e administradores por abusos na incorporação de controladas. Em um caso recente, o colegiado decidiu, inclusive, que os deveres fiduciários dos administradores devem ser exigidos de forma mais rigorosa nas incorporações de controladas.⁽¹⁸⁾
5. Acredito que, com base nos arts. 154 (dever de diligência), 155 (dever de lealdade) e 245 (comutatividade nas operações entre controlador e controlada) da Lei nº 6.404/76, a CVM pode e deve orientar o mercado a observar requisitos procedimentais que tendam a proporcionar a imparcialidade do processo de negociação, em linha com o procedimento proposto pela Suprema Corte de Delaware.
6. A meu ver, a CVM não está em uma posição tão favorável para avaliar a equitatividade das relações de troca. Mas estamos em posição invejável para delinear procedimentos que possam proporcionar uma negociação independente.
7. O raciocínio jurídico que embasa essa proposta está delineado na minuta de parecer de orientação anexo a este memorando. Como a minuta é auto-explicativa, não acho necessário tecer maiores comentários sobre seu conteúdo.
8. No que segue, passo a rebater algumas possíveis objeções a esta iniciativa.

5. Análise das Possíveis Objeções

1. As possíveis objeções à edição do parecer de orientação anexo são as seguintes: (a) a CVM não tem competência para editar o parecer; (b) o parecer estabelece requisitos que não são previstos em lei; (c) o parecer importa regras do direito norte-americano que não são cabíveis em nosso sistema jurídico; e (d) o parecer é inócuo, porquanto desconsidera a influência do acionista controlador sobre os administradores.
2. A primeira objeção pode ser rapidamente afastada. Com base no arts. 8º, 9º e 13 da Lei nº 6.385/76, o colegiado sempre entendeu que esta autarquia tem competência para se manifestar publicamente sobre a legalidade de ações ou omissões de acionistas e administradores de companhias abertas, seja em casos concretos, seja em abstrato, por meios de pareceres de orientação.⁽¹⁹⁾

3. A segunda objeção parte de uma compreensão formalista dos deveres fiduciários dos administradores, incompatível com sua origem e natureza. Como se sabe, os deveres fiduciários dos administradores são padrões genéricos de conduta, que precisam ser concretizados conforme as circunstâncias em que são aplicados.
4. No âmbito da incorporação de controladas, a melhor caminho para concretizar esses deveres é estabelecer procedimentos claros que proporcionem uma negociação independente entre as partes. Só assim daremos efeito, com o menor nível de intervenção possível, ao comando contido no art. 245 da Lei nº 6.404/76, ou seja, à exigência de que a relação de troca seja fixada de maneira equitativa.
5. A meu ver, a CVM cumpre muito melhor a sua função quando orienta o mercado *ex ante*, detalhando de antemão os procedimentos que espera ver cumpridos pelos administradores, do que quando os pune administrativamente com base em padrões genéricos de conduta, ou com base em sua avaliação a respeito da comutatividade do negócio realizado.
6. Vale lembrar que os deveres fiduciários previstos na Lei nº 6.404/76 foram inspirados no direito estrangeiro, em especial no direito norte-americano.⁽²⁰⁾ E é com base na jurisprudência das cortes daquele país que proponho, agora, a adoção da minuta de parecer de orientação anexa.
7. Nem se diga – e com isso chego à terceira objeção – que a jurisprudência norte-americana não poderia ser adotada no Brasil, tendo em vista as diferenças entre os sistemas jurídicos de tradição romano-germânica e anglo-saxã.
8. Esse argumento me parece equivocado, por diversas razões. Primeiro, porque a própria lei adotou conceitos genéricos baseados no direito anglo-saxão. Segundo, porque a CVM tem competência para dar concretude a esses conceitos, assim como as cortes norte-americanas. Terceiro, porque os procedimentos concretos sugeridos podem ser inferidos da própria lei, principal fonte do direito em sistemas jurídicos de tradição romano-germânica.
9. Quanto à quarta objeção – de que o parecer desconsidera a influência do controlador sobre os administradores – é preciso reconhecer que essa influência existe. Não custa lembrar, todavia, que essa influência é saudável em muitas situações, pois em muitos casos o interesse dos acionistas está alinhado com o interesse do controlador.
10. Seja como for, o fato é que o parecer procura justamente controlar essa influência, embora sem eliminá-la, por meio de um processo pré-estabelecido de decisão. Esse processo é, acredito eu, o melhor possível dentro da legislação em vigor. E ele tende a produzir, a curto e médio prazos, resultados muito superiores aos que vêm sendo atingidos atualmente.
11. Por tudo isso, entendo que o parecer de orientação proposto é correto do ponto de vista jurídico e conveniente do ponto de vista regulatório.

6. Processo de Implementação

1. Caso o colegiado concorde com a proposta contida neste memorando, sugiro submeter a minuta anexa, com as alterações julgadas convenientes, a consulta pública.
2. É certo que a lei não exige essa providência e, na história da CVM, poucos pareceres de orientação foram submetidos a comentários antes de sua edição. Contudo, acho prudente que se ouça o mercado antes da promulgação do parecer.
3. Seja como for, parece-me importante que o parecer não seja aplicado imediatamente, nem afete operações em curso. A meu ver, devemos dar tempo para que o mercado se ajuste às recomendações aqui sugeridas.

Parecer de Orientação nº [____], de [_____].

Deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

1. Objeto deste Parecer de Orientação

As operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum exigem atenção especial. Nessas operações, como ressaltava a Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, não existem "duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia". É considerável, por conseguinte, o risco de que a relação de troca de ações na operação não seja comutativa.

Nesse contexto, os administradores da companhia controlada, ou de ambas as companhias sob controle comum, têm uma função relevante a cumprir. Na sistemática da Lei nº 6.404, de 1976, cabe a eles negociar o protocolo de incorporação ou fusão que será submetido à aprovação da assembléia geral. Ao negociar o protocolo, os administradores devem cumprir os deveres fiduciários que a lei lhes atribui, defendendo os interesses da companhia que administram e de seus acionistas, assegurando a fixação de uma relação de troca equitativa.

Este parecer procura dar concretude a esses deveres. Por meio dele, a CVM pretende recomendar aos administradores de companhias abertas que observem determinados procedimentos durante a negociação de operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. Na visão da CVM, esse procedimento tende a propiciar o cumprimento das disposições da legislação societária a respeito dessa matéria.

2. Incidência dos Deveres Fiduciários

É pacífico na CVM o entendimento de que o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, deixando claro que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto nessas operações. Também é pacífico nesta autarquia o entendimento de que a relação de troca das ações pode ser livremente negociada pelos administradores, segundo os critérios que lhes pareçam mais

adequados.

Todavia, é também pacífico nesta autarquia o entendimento de que o regime especial previsto no art. 264 não afasta a aplicação dos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 1976, como demonstram diversos precedentes. Portanto, ao negociar uma operação de fusão, incorporação ou incorporação de ações, os administradores devem agir com diligência e lealdade à companhia que administram, zelando para que a relação de troca e demais condições do negócio observem condições estritamente comutativas.

3. Concretização dos Deveres Fiduciários

A Lei nº 6.404, de 1976, estabeleceu os deveres fiduciários dos administradores de forma abstrata, fixando padrões gerais de conduta que precisam ser especificados diante de situações concretas. Por meio deste parecer, a CVM pretende dar concretude a esses deveres em um contexto específico, orientando os administradores de companhias abertas a respeito do processo a ser seguido nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

O art. 154 da Lei nº 6.404, de 1976, prevê que o administrador deve exercer suas funções "para lograr os fins e no interesse da companhia", sendo-lhe vedado faltar a esse dever "para a defesa dos interesses dos que o elegeram". Da mesma forma, o art. 155 determina que o administrador deve "lealdade à companhia" e não a terceiros. Portanto, os administradores das controladas devem negociar as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações em benefício de todos os seus acionistas e não apenas do controlador.

Já o art. 153 da lei disciplina a forma como os administradores devem buscar essa finalidade: com "o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos próprios negócios". Por conseguinte, os administradores das controladas devem negociar as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações com a mesma prudência e cautela que negociariam uma operação similar envolvendo uma empresa da qual fossem os únicos proprietários.

Por fim, o art. 245 da Lei nº 6.404, de 1976 determina que o administrador deve zelar para que as operações envolvendo sociedades coligadas, controladora ou controlada, "observem condições estritamente comutativas". Isso significa, no contexto das operações de fusão, incorporação e incorporação de ações, que os administradores devem negociar uma relação de troca de ações equitativa para os acionistas de ambas as companhias, refletindo o valor de cada uma delas e repartindo entre elas os potenciais ganhos obtidos com a operação.

A CVM entende que, para cumprir com seus deveres e alcançar os resultados esperados pela Lei nº 6.404, 1976, os administradores de companhias abertas devem instituir procedimentos e tomar todas as medidas necessárias para que a relação de troca e demais condições da operação sejam negociados de maneira independente. Um processo de negociação independente tende a propiciar a comutatividade da operação e a demonstrar o cumprimento dos deveres fiduciários previstos em lei.

Seguindo a experiência internacional acerca da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores, a CVM recomenda aos administradores das companhias abertas controladas ou, no caso de companhias sob controle comum, de ambas as companhias, que adotem os seguintes procedimentos nas operações de que trata o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976:

- i. a relação de troca e demais termos e condições da operação sejam objeto de negociações efetivas entre as partes na operação;
- ii. as negociações sejam conduzidas por um comitê especial de administradores da companhia, instituído por deliberação do conselho de administração e composto, em sua maioria, por membros independentes;
- iii. a constituição do comitê especial seja divulgada ao mercado imediatamente, a menos que o interesse social exija que a operação seja mantida em sigilo;
- iv. a deliberação do conselho de administração que instalar o comitê especial deixe claro que os membros do comitê devem buscar negociar a melhor relação de troca e os melhores termos e condições possíveis para os acionistas da companhia;
- v. os membros do comitê especial tenham acesso a todas as informações necessárias para desempenhar suas funções;
- vi. o comitê especial tenha tempo suficiente para desempenhar sua função;
- vii. as deliberações e negociações do comitê especial sejam devidamente documentadas, para posterior averiguação;
- viii. o comitê especial seja autorizado a contratar assessores jurídicos e financeiros;
- ix. os assessores contratados sejam independentes e remunerados adequadamente, pela companhia;
- x. os trabalhos dos assessores contratados sejam devidamente supervisionados;
- xi. eventuais avaliações produzidas sejam devidamente fundamentadas e os respectivos critérios, especificados;
- xii. após as negociações, a proposta negociada seja submetida à apreciação do conselho de administração;
- xiii. o comitê especial seja autorizado a recomendar a rejeição da operação caso a relação de troca e os demais termos e condições propostos sejam insatisfatórios, apresentando as devidas justificativas;
- xiv. o comitê especial seja autorizado a recomendar a adoção de formas alternativas para conclusão da operação;
- xv. o conselho de administração analise, com lealdade à companhia e com a diligência exigida pela lei, as recomendações do comitê independente, proferindo uma decisão fundamentada; e
- xvi. as recomendações do comitê especial sejam divulgadas ao mercado, assim como a deliberação do conselho de administração sobre o assunto.

A independência dos membros do comitê especial não pode ser determinada de antemão, devendo ser examinada a cada caso. De qualquer modo, a CVM presumirá a independência, salvo demonstração em contrário, de administradores que atendam à definição de "conselheiro independente" prevista no Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo.

A independência dos assessores jurídicos e financeiros do comitê especial também não pode ser determinada de antemão. De qualquer modo, a CVM entende que não são independentes, salvo demonstração em contrário, assessores jurídicos e financeiros:

- i. que sejam titulares de participação societária relevante na sociedade controladora;
- ii. que prestem ou tenham prestado, nos últimos 12 meses, serviços substanciais à companhia, ao controlador, ou a sociedades controladas pela companhia ou pelo controlador; e
- iii. cuja remuneração pelos serviços prestados seja atrelada, ainda que parcialmente, ao sucesso da operação que está sendo negociada.

4. Aplicação e Efeitos deste Parecer

A CVM entende que o procedimento acima descrito é uma forma adequada de dar cumprimento aos deveres fiduciários dos administradores previstos nos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 1976. No exercício de sua competência fiscalizadora e punitiva, a CVM presumirá, salvo prova em contrário, que os administradores que seguirem esses procedimentos atuaram de maneira regular e cumpriram com seus deveres fiduciários.

O procedimento descrito nesse parecer não é exclusivo, todavia. No exercício de sua competência fiscalizadora e punitiva, a CVM poderá admitir a utilização de outros modos de cumprimento dos deveres legais, desde que devidamente fundamentados. Nesse sentido, a CVM se dispõe a examinar, no caso concreto, mediante consulta, outros procedimentos, ou modificações ao procedimento descrito acima, que atinjam as mesmas finalidades.

Embora as orientações acima constituam simples explicitação e concretização de dispositivos legais em vigor, em atendimento ao disposto no art. 2º, parágrafo único, XIII da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, a CVM somente aplicará as recomendações acima às operações que tenham sido divulgadas ao mercado após a data em que este parecer for publicado ao mercado, após a sua aprovação definitiva pelo colegiado.

[\(1\)](#)V. item 4.1 infra.

[\(2\)](#)A regra parte do pressuposto de que o acionista não precisa do recesso quando ele pode vender suas ações no mercado. Não se pode esquecer, todavia, que o simples anúncio de uma incorporação altera os preços vigentes no mercado, que tendem a convergir para a relação de troca proposta na operação. Logo, se relação de troca prevista na incorporação for ruim, o preço das ações cairá automaticamente e o acionista dissidente só conseguirá vender sua participação com prejuízo.

[\(3\)](#)Como se sabe, o valor econômico de uma empresa operacional rentável tende a ser maior do que o valor de seu patrimônio apurado a preços de mercado. Damodaran, A. *Valuation - Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Noboken, NJ: 2006, p. 11.

[\(4\)](#)Economistas e financistas são quase unânimes nesse sentido. E.g. Brealey, R. & Myers, S. *Principles of Corporate Finance*. New York: 1996, p. 73.

[\(5\)](#)Este fato explica, segundo alguns autores, porque a simples fiscalização reputacional do mercado é insuficiente para lidar com alguns casos de quebra de dever de lealdade pelos administradores. Easterbrook, F. & Fischel, D. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, MA: 1991, p. 103.

[\(6\)](#)Para uma história da evolução do direito societário norte-americano no que tange às incorporações de controladas, Gilson, R. & Black, B. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*. New York: 1995, p. 1254-70.

[\(7\)](#)380 A.2d 969 (Del. 1977).

[\(8\)](#)Id.

[\(9\)](#)457 A.2d 701 (Del. 1983).

[\(10\)](#)Id.

[\(11\)](#)Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. 638 A.2d 110 (Del. 1994).

[\(12\)](#)Weinberger v. UOP, Inc. 457 A.2d 701 (Del. 1983).

[\(13\)](#)Embora a contratação de assessores jurídicos e financeiros não seja expressamente exigida pela Suprema Corte de Delaware, ela é normalmente citada como um requisito essencial pelos comentadores. E.g. Subramanian, G. *Post Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence*. *Journal of Legal Studies*, v. 36, p. 1, 3. Vale lembrar que em Weinberger, a Suprema Corte de Delaware criticou a administração da companhia pela "cursory preparation of the fairness opinion" emitida pelos assessores financeiros do conselho de administração.

[\(14\)](#)E.g. Smith v. Van Gorkon. 488 A. 2d 858.

[\(15\)](#)Como se vê, a Suprema Corte de Delaware optou por uma estratégia de legitimação ao invés de uma estratégia de saída, para utilizar a terminologia proposta pelo Diretor Pedro Marcilio em seu voto dissidente nos Proc. CVM RJ2006/7204 e RJ2006/7213, julgados em 17 de outubro de 2006. Os adeptos da análise econômica do direito verão nessa solução uma rara conjunção entre eficiência e justiça. De um lado, o resultado dessas negociações é eficiente por definição, pois uma transação consentida é normalmente benéfica para ambas as partes envolvidas. Na realidade, o procedimento proposto pela Suprema Corte de Delaware segue à risca o receituário dos proponentes do law and economics: ele imita o mercado. Por outro lado, e nisso reside seu maior atrativo, a negociação independente também leva à justiça, pois tende a resultar em uma relação de troca equitativa para os acionistas de ambas as empresas.

[\(16\)](#)E.g. Proc. CVM RJ 2001/11663, julgado em 15 de janeiro de 2002.

[\(17\)](#)Eventual objeção nesse sentido me parece inaceitável. O art. 264 da lei criar um procedimento adicional de proteção ao acionista minoritário; ele não afastou os demais mecanismos protetivos previstos em lei, como os deveres fiduciários impostos ao administrador. É plausível sustentar que esse procedimento adicional implica o reconhecimento de que o controlador possa votar nas incorporações de

controladas, pois de outra forma ele seria desnecessário. Todavia, parece-me absurdo defender que esse procedimento, de eficácia questionável, sirva para derrogar todos os demais dispositivos de proteção dos minoritários previstos em lei. A mesma discussão ocorreu nos Estados Unidos e a solução encontrada foi no sentido de exigir a observância de deveres fiduciários de maneira ainda mais rigorosa nas incorporações de controladas. Em *Singer v. Magnavox, Co.*, a Suprema Corte de Delaware disse o seguinte a esse respeito: "In this appeal it is uncontroverted that defendants complied with the stated requirements of §251. Thus there is both statutory authorization for the Magnavox merger and compliance with procedural requirements. But, contrary do defendants' contention, it does not necessarily follow that the merger is legally unassailable. (...) [W]e reject any contention that statutory compliance insulates the merger from judicial review (...) In our view, defendants cannot meet their fiduciary obligations simply by relegating them to a statutory appraisal proceeding". 380 A.2d 969 (Del. 1977).

[\(18\)](#) PAS CVM nº 8/2005. Julgado em 12 de dezembro de 2007.

[\(19\)](#) E.g. Proc. RJ 2007/8884, julgado em 9 de outubro de 2007. Essa questão já foi, inclusive, objeto de apreciação pelo Poder Judiciário, que confirmou o entendimento acima exposto. Proc. 2004.51.01.004044-7. 23ª Vara Federal do Rio de Janeiro. Julgado em 25 de maio de 2005. Na sentença proferida neste processo, a Justiça Federal reconheceu a competência da CVM para manifestar-se sobre a legalidade de operações societárias. Além disso, a sentença ressaltou que "a Lei nº 6.404/76, ao instituir o requerimento de interrupção do prazo de antecedência, em nenhum momento limit[ou] o campo de análise da autarquia." E concluiu: "[n]ão pode o Poder Judiciário invadir a competência da agência reguladora para apagar uma opinião ou parecer manifestado regularmente no exercício de suas atribuições".

[\(20\)](#) A própria Exposição de Motivos reconhece que os deveres dos administradores previstos na Lei nº 6.404/76 "são os que vigoram, há muito tempo, nas legislações de outros povos". Reconhecendo a influência do direito norte-americano nos dispositivos da Lei nº 6.404/76 sobre a matéria, embora criticando essa influência, Carvalhosa, M. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. São Paulo: 2003, p. 265-6, 286-7.