

1. Introdução

1.1 Foi recentemente divulgada ao mercado a incorporação da Duratex S.A. ("Duratex") pela Satipel Industrial S.A. ("Satipel"). Essa incorporação prevê uma relação de troca mais favorável para as ações dos controladores da Duratex: 3,05360401 ações de Satipel para cada ação dos controladores, 2,54467001 para cada ação dos demais acionistas.

1.2 Questionada a respeito dessa disparidade, a Duratex informou que a relação de troca das ações dos controladores foi negociada de forma independente pelas duas companhias. Já a relação de troca aplicável aos demais acionistas foi fixada com base no prêmio de controle admitido pelo art. 254-A da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

1.3 A SEP entende que a relação de troca mais favorável aos controladores da Duratex gera para estes um benefício particular. Daí conclui que os controladores estarão impedidos de votar na assembléia geral que deliberar a respeito da incorporação, conforme prevê o art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976.

2. Benefício Particular

2.1 O art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, deixa claro que "o acionista não poderá votar nas deliberações ... que puderem beneficiá-lo de modo particular". É preciso determinar, portanto, se a incorporação da Duratex pela Satipel confere um benefício particular aos acionistas controladores. Em caso afirmativo, os controladores da Duratex estarão impedidos de votar.

2.2 Como se viu acima, a relação de troca prevista para a incorporação é mais vantajosa para os acionistas controladores, pois confere a eles um prêmio em relação aos demais acionistas. É óbvio, portanto, que a incorporação beneficia o controlador de modo distinto dos demais acionistas, o que é suficiente para caracterizar o benefício particular, de acordo com o art. 115, §1º.

2.3 Infelizmente, a clareza desse dispositivo legal vem sendo obscurecida por controvérsias jurídicas. É que muitos sustentam, com base no direito estrangeiro e investigações históricas, que a expressão benefício particular tem um significado bem mais restrito do que o texto legal deixa transparecer.

2.4 Nessa concepção, benefícios particulares são apenas as vantagens atribuídas aos acionistas enquanto sócios da sociedade. (1) Não constituem benefícios particulares, desse ponto de vista, vantagens que não decorram da relação societária propriamente dita, como as advindas de eventuais contratos celebrados entre o acionista e a companhia.

2.5 Pessoalmente, não vejo como sustentar essa restrição diante do texto legal. (2) De qualquer forma, o presente caso escapa dessa polêmica, pois a relação de troca mais favorável é, sem sombra de dúvida, uma vantagem atribuída aos controladores da Duratex enquanto acionistas da companhia. Portanto, há benefício particular até mesmo na interpretação mais restritiva do art. 115, §1º.

2.6 Nem se diga, invertendo o raciocínio, que a lógica acima deveria levar ao impedimento de voto dos demais acionistas da Duratex, pois eles também são afetados pela relação de troca. Esse sofisma pode ser facilmente respondido: embora cada acionista tenha interesse em definir uma relação de troca mais favorável para si próprio, apenas o controlador está recebendo tratamento especial.

2.7 Portanto, não tenho dúvida alguma de que o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, é aplicável a este caso. Concordo, por conseguinte, com a análise da SEP: os controladores estão impedidos de votar na deliberação a ser tomada pela assembléia geral da Duratex acerca da incorporação pela Satipel.

3. Eficiência Econômica

3.1 As considerações feitas acima – e, sobretudo, a clareza da lei a respeito do assunto – parecem-me suficientes para resolver este caso. Mas talvez seja interessante analisar a questão também do ponto de vista econômico, pois muitas interpretações restritivas do art. 115, §1º da lei estão apoiadas em considerações dessa natureza, ainda que implicitamente.

3.2 Frequentemente se ouve o seguinte argumento: se o controlador for impedido de votar, a companhia e o país serão prejudicados, pois operações eficientes do ponto de vista econômico deixarão de ser realizadas. Disso resultaria uma perda de riqueza, não só para a companhia, mas para a comunidade como um todo.

3.3 Esse argumento não resiste a uma análise cuidadosa. Uma operação é eficiente, segundo o critério mais aceito, se pelo menos uma pessoa for beneficiada por ela e nenhuma for prejudicada. (3) Aplicando esse conceito, não vejo como o impedimento de voto possa barrar operações eficientes, pois os acionistas não deverão se opor a essas operações, já que nada perdem com elas, por definição. (4)

3.4 É certo que o impedimento de voto do controlador gera custos de transação, notadamente o tempo e recursos dispendidos para informar os acionistas minoritários, estimulá-los a comparecer à assembléia e convencê-los da eficiência da proposta. Mas esses custos não são obstáculos significativos; caso contrário, companhias sem controlador não conseguiriam funcionar, nem aprovar operações societárias.

3.5 Há ainda o risco, frequentemente lembrado pelos controladores, de que os minoritários venham a abusar de sua posição para extrair vantagens indevidas da companhia. Todavia, esse risco é obviamente menor do que o risco que seria incorrido caso o controlador pudesse votar em casos como o presente, em que é patente o seu benefício particular.

3.6 O risco de abuso por parte dos minoritários é menor porque eles não formam um grupo coeso e não agem necessariamente em conjunto. A dispersão da propriedade acionária dificulta a coordenação, enfraquecendo-os diante do controlador e da administração. Portanto, o risco de abuso por parte da minoria é bem menos significativo. (5)

3.7 Façamos uma análise isenta: Quando o risco de abuso é maior? Quando se impede o controlador de votar, como fez a Lei nº 6.404, de 1976, deixando a decisão nas mãos de acionistas minoritários dispersos, que não têm qualquer benefício particular? Ou quando se deixa o controlador decidir sozinho acerca de uma proposta que o beneficia particularmente em relação aos demais acionistas? (6)

3.8 Essas considerações me trazem à função mais importante da regra do impedimento de voto em casos de benefício particular. Na medida em que preserva a igualdade entre os acionistas, proibindo o acionista beneficiado de votar, o §1º do art. 115 alinha os interesses de todos os sócios, reduzindo custos de agência.

3.9 Se todos os acionistas forem afetados igualmente por uma deliberação, todos terão incentivos para votar de acordo com o interesse da companhia. Mas se um acionista for particularmente beneficiado, é grande o risco de que ele venha a privilegiar seu próprio interesse.

3.10 Poderíamos cogitar, é claro, de uma análise *ex post* dos efeitos da deliberação. Ou seja: deixaríamos o acionista votar e verificaríamos, posteriormente, os benefícios ou prejuízos que isso causou. Todavia, essa alternativa não é nada recomendável num sistema jurídico como o nosso, cujo processo judicial é lento e não-especializado.

3.11 Além disso, não consigo perceber o que a análise *ex post* agregaria para o julgador, já que a proposta em discussão já é conhecida antes da assembléia. Aliás, informações não disponíveis e efeitos não previsíveis na data da assembléia dificilmente poderão ser levados em conta para sancionar a conduta do controlador, pois o direito brasileiro é refratário à responsabilidade objetiva.

3.12 Por outro lado, o risco de deixar o controlador votar seria imenso. Como já disse em outras ocasiões, a CVM e o Judiciário não estão em boa posição para reprimir e reparar o abuso de poder de controle em operações societárias. Isso gera fortes incentivos econômicos para que os controladores se beneficiem às custas da companhia e dos acionistas minoritários.[\(7\)](#)

3.13 Não se trata aqui – deixe-se bem claro – de presumir a culpa ou a má-fé do acionista controlador, mas de reconhecer um truísmo: os agentes do mercado tendem a responder a incentivos econômicos e privilegiar os próprios interesses. É papel do sistema jurídico controlar esses incentivos.

3.14 Por tudo isso, acho irrepreensível a regra prevista no art. 115, §1º da Lei nº 6.404, de 1976. Impedindo o acionista de votar em operações que puderem beneficiá-lo de modo particular, essa regra alinha os interesses dos acionistas e reduz custos de agência, porém sem barrar operações eficientes.

4. Negociação Independente

4.1 Para justificar a relação de troca proposta, a Duratex busca apoio no art. 254-A da Lei nº 6.404, de 1976. Na leitura da companhia, esse artigo reconhece que os controladores têm direito a um prêmio de 25% em relação aos acionistas minoritários. Nada mais natural – argumenta – do que prever esse prêmio numa incorporação.

4.2 Este argumento comete dois equívocos graves, um de natureza formal, outro substancial. O equívoco formal consiste em equiparar a incorporação a uma alienação de controle, hipótese já afastada por este colegiado. A incorporação não é uma alienação de controle e, salvo nos casos de fraude à lei, não dá ensejo à oferta prevista no art. 254-A.[\(8\)](#)

4.3 Mas há ainda um equívoco substancial gravíssimo no raciocínio da companhia: ele converte um direito conferido pela lei ao acionista minoritário em um benefício para o controlador. O art. 254-A não diz que as ações do minoritário valem 20% menos do que as ações do controlador. Ele dá ao minoritário o direito de vender suas ações por esse preço.

4.4 A interpretação proposta pela Duratex subverte toda a lógica do art. 254-A, convertendo o *tag along* dos minoritários em um *drag along* para o controlador. Em termos econômicos, o entendimento da companhia cria uma opção de compra para o acionista controlador, quando a lei prevê uma opção de venda para o acionista minoritário.

4.5 Se levássemos o raciocínio proposto pela companhia ao limite, chegaríamos à conclusão absurda de que os titulares de ações sem direito a voto não deveriam receber nada na incorporação, pois o art. 254-A não lhes dá o direito de vender suas ações em caso de alienação de controle. Obviamente, essa interpretação não pode prosperar.

4.6 A Duratex argumenta, em contrapartida, que o prêmio implícito na relação de troca foi objeto de uma negociação entre duas companhias independentes, com intervenção das respectivas administrações, o que asseguraria sua comutatividade. Esse argumento não me convence, por duas razões.

4.7 Em primeiro lugar, eventual negociação independente não afasta a necessidade de aprovação da operação pela assembléia, nem elimina o benefício particular atribuído ao controlador. Se a operação for mesmo comutativa e o benefício particular for justificado, os demais acionistas certamente aprovarão a operação. Mas, em qualquer caso, o procedimento legal precisa ser realizado: a assembléia deve deliberar, sem o voto do acionista particularmente beneficiado.

4.8 Em segundo lugar, a ausência de relação de controle entre a Duratex e a Satipel não significa que o prêmio implícito na relação de troca foi realmente negociado de maneira independente. Para a Satipel, importava apenas o valor total da contraprestação a ser oferecida aos acionistas da Duratex, não como esse valor virá a ser distribuído entre eles.

4.9 O objeto da negociação independente foi o valor relativo das duas companhias ou a relação média de substituição, pois é isso o que determina a diluição percentual dos acionistas de Satipel. O prêmio conferido aos controladores de Duratex não foi submetido a uma verdadeira negociação: ele foi fixado com base no art. 254-A, o que é inadmissível.

4.10 Diante desses fatos, não vejo como afastar a conclusão do relatório de análise da SEP, segundo o qual o controlador da Duratex está impedido de votar na assembléia geral relativa à incorporação da companhia pela Satipel. Essa é, sem dúvida, a conclusão correta à luz do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

5. Espécies ou Classes Distintas

5.1 As considerações acima se aplicam, sem grandes alterações, a incorporações que estabeleçam relações de troca distintas para ações de diferentes espécies. Nesse caso, todos os acionistas contemplados pela relação de troca mais favorável estarão recebendo um benefício particular e estarão, por conseguinte, impedidos de votar.[\(9\)](#)

5.2 Caso a relação de troca distinta beneficie todos os acionistas com direito a voto, impedindo-os de votar, a companhia poderá aplicar por analogia o disposto no art. 136, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, submetendo a operação à aprovação de uma assembléia especial.[\(10\)](#)

5.3 Na minha opinião, esse procedimento de legitimação só poderá ser afastado caso a distinção da relação de troca seja baseada em um critério objetivamente mensurável e facilmente verificável, a saber, diferença no fluxo esperado de dividendos ou na cotação das diversas classes de ações, caso todas sejam líquidas.[\(11\)](#)

6. Conclusão

6.1 Por todo o exposto, concluo que:

- i) os controladores da Duratex não poderão votar na deliberação da assembléia geral relativa à incorporação pela Satipel;
- ii) em operações em que se estabeleçam relações de troca distintas para ações de diferentes espécies ou classes, todos os acionistas beneficiados estarão impedidos de votar;
- iii) na hipótese referida no item anterior, caso todos os acionistas com direito a voto estejam impedidos de votar, a companhia poderá convocar assembléia especial para aprovar a operação.

6.2 Por fim, gostaria de deixar registrado meu apoio à iniciativa da SEP de manifestar seu entendimento acerca deste caso antes da assembléia geral. A mim sempre pareceu mais adequado deixar as regras claras ao mercado *ex ante* do que punir *ex post* agentes que, por interpretação equivocada da lei e sem má-fé, tenham infringido as regras do mercado de capitais.

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2009.

Marcos Barbosa Pinto

[\(1\)](#) Nesse sentido, por exemplo: E. V. França. **Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.**, São Paulo, 1993, p. 70.

[\(2\)](#) Concordo, portanto, com a posição do Diretor Marcelo Trindade no IA RJ2001/4977, julgado em 19 de dezembro de 2001. Nada me convence de que devamos ficar amarrados a uma interpretação histórica particular de qualquer conceito jurídico, sobretudo quando a realidade mudou radicalmente, tornando a interpretação ultrapassada. Para sermos fiéis ao próprio texto da lei, precisamos adaptar nossas interpretações às novas condições históricas, pois o real significado da norma depende tanto do texto quando do contexto em que está inserido.

[\(3\)](#) Esse é o critério clássico de otimização de Pareto. Para um análise rigorosa desse e outros critérios de eficiência: J. Coleman. Efficiency, Exchange, and Auction: Philosophic Aspects of the Economic Approach to Law. California Law Review, v. 68, 1984, p. 221.

[\(4\)](#) Mesmo se utilizarmos um critério menos conservador de eficiência, o resultado não será muito diferente. Segundo o critério de Kaldor-Hicks, que também é bastante usado, uma operação é eficiente se os ganhos por ela gerados forem suficientes para compensar as perdas. Não é necessário que essa compensação ocorra: basta que ela seja possível para que o critério seja atendido. Com base nesse critério, é até possível argumentar que a regra do impedimento de voto pode barrar certas operações eficientes, quais sejam, operações cujos benefícios particulares gerados para o acionista controlador sejam suficientes para compensar as perdas sofridas pelos demais acionistas. Porém, isso significa admitir uma espécie de expropriação privada do acionista minoritário pelo controlador. Embora essa expropriação possa até gerar acréscimo de riqueza no curto prazo, seu impacto no longo prazo é péssimo, pois desestimula os investimentos no mercado de capitais.

[\(5\)](#) Além disso, sabemos que a administração indicada pelo controlador têm enorme influência sobre o resultado das assembléias gerais, pois controla não só o fluxo de informações como o processo de convocação da assembléia. Tudo isso sem mencionar os pedidos públicos de procuração, que podem ser integralmente reembolsados pela companhia. Para um relato da força da administração em companhias com propriedade acionária dispersa: L. Bebchuk, The Myth of the Shareholder Franchise. **Virginia Law Review**, v. 93, 2007, p. 675.

[\(6\)](#) Por fim, não se pode esquecer que os custos e riscos apontados acima podem ser evitados de uma maneira muito simples: eliminando o benefício particular. Se a operação em questão for realmente benéfica para a companhia, ela será eficiente mesmo se os benefícios particulares forem eliminados e a igualdade entre os acionistas for preservada. Nesse caso, o acionista controlador estará livre para votar.

[\(7\)](#) Nesse sentido, o memorando que submeti à apreciação do colegiado em 30 de maio de 2008, sobre incorporações de controladas.

[\(8\)](#) Proc. CVM RJ 2008/4156, decidido em 17 de junho de 2008.

[\(9\)](#) Conforme decidiu a CVM no Parecer de Orientação nº 34, de 18 de agosto de 2006.

[\(10\)](#) Para as razões que justificam esse procedimento, confira-se o voto do Diretor Pedro Marcilio nos Processos CVM RJ2006/7204 e 7213, decididos em 17 de outubro de 2006.

[\(11\)](#) Conforme decidiu a CVM no Parecer de Orientação nº 34, de 2006. Quanto à diferenciação com base no valor de mercado, gostaria de deixar claro que se deve tomar por base a cotação das ações antes da divulgação da operação, para que não se dê ensejo a uma profecia auto-realizável.