

Declaração de Voto

A Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") apresenta seu MEMO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 175/09, de 03/07/09, tratando da incorporação da DURATEX S.A. ("DURATEX") pela SATIPEL INDUSTRIAL S.A. ("SATIPEL"), resumida e analisada no RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 061/09, de 03/07/09 (fls. 29/37).

A SEP destaca que a operação ocorreu entre partes independentes e que a relação de substituição atribuída às ações ordinárias e preferenciais detidas pelos acionistas minoritários da DURATEX (2,54467001 ações ordinárias da SATIPEL/ação ordinária e preferencial da DURATEX detida pelos não controladores) é 16,67% menor que aquela atribuída às ações ordinárias detidas pelo acionista controlador da DURATEX (3,05360401 ações ordinárias da SATIPEL).

A SEP, em linha com as conclusões da citada análise GEA-3, conclui pela existência de benefício particular ao acionista controlador da DURATEX e indaga "acerca do eventual afastamento do impedimento de voto em casos de negociação entre partes independentes, em que a relação de substituição atribuída aos acionistas não integrantes do bloco de controle (ordinaristas e preferencialistas) seja calculada com base no art. 254-A da Lei nº 6.404/76, concluindo (ou não) que se está diante de critérios objetivamente verificáveis."

Nesse ponto vale esclarecer que o Parecer de Orientação CVM nº 34, de 18/08/06, buscou explicitar critérios em operações de unificação de espécies de ações e de migração de companhias listadas em segmentos tradicionais de negociação na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa para o segmento especial denominado Novo Mercado (e potencialmente também para aquele denominado de Nível 2).

O citado Parecer segue tratando da "adequada oportunidade de participação dos acionistas não-controladores no processo decisório, especialmente quando importarem em tratamento diferenciado entre acionistas titulares de ações de mesma espécie e classe".

A operação apresentada, entretanto, no que tange à diferenciação de relação de substituição entre acionistas detentores de ações ordinárias, no meu entender, mais do que configurar benefício particular ao acionista controlador da DURATEX, nos termos do art. 115, § 1º (1), da lei societária, configura uma ilegalidade.

Trata-se de infração ao disposto no art. 15, § 1º (2), que veda a existência de classes de ações ordinárias na companhia aberta, bem como de infração ao disposto no art. 109, § 1º (3), ambos da lei societária, que determina direitos iguais aos titulares de ações de mesma classe.

A ação ordinária na companhia aberta é de classe única e, portanto, possui características únicas, não podendo existir classes diferentes de ações ordinárias tal como a lei societária permite às ações preferenciais.

Desta forma, todas as ações ordinárias devem ser tratadas igualmente, não se admitindo que as ações dos acionistas não controladores tenham um tratamento diverso daquele dado às ações detidas pelos acionistas controladores, não sendo o tratamento não isonômico passível de legitimação nem mesmo em uma assembleia em que somente votem os ordinaristas minoritários.

A propósito, lembro o disposto no art. 1º, II, da Instrução CVM nº 323/00 que define hipóteses de exercício abusivo do poder de controle, consideradas em seu art. 2º como infração grave, para os efeitos do art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/76.

"Art. 1º São modalidades de exercício abusivo do poder de controle de companhia aberta, sem prejuízo de outras previsões legais ou regulamentares, ou de outras condutas assim entendidas pela CVM:

...

II - a realização de qualquer ato de reestruturação societária, no interesse exclusivo do acionista controlador;"

Por outro lado, a incorporação é uma operação em que uma ou mais sociedades, de tipos iguais ou diferentes, são absorvidas por outra que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, declarando o art. 219, II (4), extinta a companhia pela incorporação, tratando-se da inserção do patrimônio líquido da incorporada no patrimônio da incorporadora.

Extinta a incorporada remanesce a incorporadora acrescida do patrimônio da incorporada e assumindo seu passivo.

Note-se que nos termos do art. 224, III, da LSA, o protocolo de incorporação incluirá os critérios de avaliação do patrimônio líquido e a incorporação somente poderá ser efetivada se o valor do patrimônio líquido determinado pelos peritos for, ao menos, igual ao montante do capital a realizar, lembrando que a CVM poderá estabelecer normas de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de fusão, incorporação e cisão que envolva companhia aberta (art. 226, § 3º).

A Exposição de Motivos ao projeto de lei societária, já apontava a importância das operações de incorporação e da repercussão que tais operações podem ter sobre os direitos e interesses de sócios e credores, apontando como saída para o eventual desalinhamento de interesses, entre a maioria e a minoria, a completa informação sobre o protocolo, a justificação e o valor de reembolso no caso dos acionistas minoritários preferirem usar do direito de retirada.

É consabida a evolução legislativa do direito de retirada em casos de incorporação e a redação atual do art. 137 da Lei nº 6.404/76 (dada pela Lei nº 10.303/01) prevê a sua não incidência em casos em que a espécie ou classe tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando liquidez o fato da ação integrar índice geral representativo de carteira de valores mobiliários, admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, e dispersão, quando o acionista controlador detiver menos da metade da espécie ou classe de ação.

No caso concreto, a DURATEX esclareceu em Comunicado ao Mercado de 22/06/09 (disponível no site da CVM) que os acionistas preferencialistas não terão direito de retirada, uma vez que essas ações integram o Índice Bovespa e que os acionistas controladores detêm menos da metade dessa espécie de ação. Os acionistas detentores de ações ordinárias dissidentes, inscritos nos livros da Companhia até 19/06/09, inclusive, terão direito de recesso e ao reembolso de suas ações (R\$13,35).

Importante ressaltar que a incorporação obriga a todos os acionistas, nos termos do art. 227. De outra feita, a oferta pública de aquisição de ações decorrentes do disposto no art. 254-A da LSA é de aceitação facultativa pelos acionistas não controladores.

Assim, a utilização do parâmetro de 80% de diferença de valor entre ações de controladores e de não-controladores somente pode ser empregada no âmbito do art. 254-A) (5) sendo totalmente equivocada a equiparação de institutos diversos, incorporação e alienação de controle. Note-se que o art. 254-A dá os 80% como valor mínimo a ser oferecido aos acionistas ordinários minoritários.

Quanto à migração das ações preferenciais da DURATEX em ações ordinárias da SATIPEL, entendo que a mesma poderá ocorrer no momento da incorporação. Entretanto, como a diferença de valor não é calculada por critérios objetivamente verificáveis, tais como diferenças de dividendos ou diferentes cotações das ações no mercado, a operação dependerá de aprovação da maioria dos acionistas detentores de ações preferenciais reunidos em assembleia especial)) (6). No caso, a companhia anota que "a baixíssima liquidez das ações ordinárias da DURATEX torna inaplicável a comparação das cotações de valores de mercado das duas espécies de ações da companhia".

Enfatizo que em uma incorporação não se pode falar em prêmio de controle. A obrigação decorrente do art. 254-A tem por finalidade a proteção ao acionista minoritário e não se confunde com tratamento não isonômico em operação de incorporação.

Concluindo, entendo que o direito do minoritário à OPA referido no art. 254-A da lei societária não configura um direito a prêmio para o acionista controlador em todas as reestruturações societárias e, portanto, a operação sob análise não poderá se concretizar nos moldes propostos sob pena de restar configurada infração à lei societária.

É como Voto.

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2009.

Eli Loria

Diretor

(1) Art. 115 (...)

§1º O acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

(2) Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

§ 1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.

(3) Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...)

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

(4) Art. 219. Extingue-se a companhia:

I - pelo encerramento da liquidação;

II - pela incorporação ou fusão, e pela cisão com versão de todo o patrimônio em outras sociedades.

(5) Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

(6) Ver Processo CVM nº RJ2007/0947 - IOCHPE-MAXION S.A tratado na reunião do Colegiado realizada em 22/05/07, com votos divergentes apenas quanto ao quesito de quais acionistas preferencialistas poderiam votar na assembleia especial. Na ocasião em posição minoritária acompanhei o Diretor Pedro Marcilio que divergiu do Relator, nos termos de seu voto apresentado na reunião do Colegiado de 25/09/06 (Proc. nº RJ2006/6785 - Telemar): "só poderão votar, na Assembleia, os titulares de ações preferenciais e ordinárias que, ao final da Reestruturação Societária venham a ser titulares de um percentual de ações igual ou inferior ao que já detenham quando da Assembleia, excluindo-se do processo de votação todos os acionistas que, sendo titulares de ações preferenciais e ordinárias, venham a aumentar sua participação no capital social, com a aprovação da Reestruturação Societária, pois isso lhes conferiria um "benefício particular".