

Declaração de Voto do Diretor Otavio Yazbek

1. A presente declaração de voto acompanha, em linhas gerais, a posição defendida pelo Diretor Eli Loria no mesmo caso, em que se discute a proposta de incorporação da Duratex S.A. pela Satipel Industrial S.A.

2. Sem prejuízo, gostaria de aproveitar o ensejo para registrar alguns aspectos que me parecem demandar maior atenção. Isso porque entendo que, nos termos em que proposta, a operação de incorporação ora analisada consagra uma inversão de alguns pressupostos das operações desta natureza. A partir daí, frise-se, ela ameaça desbordar para o campo contra o qual o Diretor Marcos Barbosa Pinto já alertava em seu voto no Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/4156.

3. Assim, como destaca o Diretor Eli Loria, é equivocada a equiparação pura e simples entre as operações de alienação de controle, às quais se aplica o disposto no art. 254-A da Lei nº 6.404, de 15.12.1976 ("Lei nº 6.404/76"), e as incorporações de sociedades (arts. 223 e ss. do mesmo diploma).

4. A alienação de controle é negócio pactuado entre o controlador, ou seja, aquele que detém ações em quantidade suficiente para outorgar tal poder, e o terceiro interessado em adquirir aquelas ações. É negócio eminentemente bilateral, em que as partes têm liberdade para dispor sobre seus interesses. É, também, o campo em que se evidencia, de forma mais evidente, a diferença existente entre as ações que integram o chamado "bloco de controle" e as ações pertencentes aos acionistas minoritários.

5. E é justamente como forma de proteção para esses minoritários que a Lei nº 6.404/76 estabeleceu, inicialmente em seu art. 254, revogado pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997, e, posteriormente, no art. 254-A, incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001, o que se convencionou chamar de "*tag along*". Trata-se, em uma breve descrição, do direito, outorgado aos acionistas minoritários "detentores de ações com direito a voto" (na atual dicção do dispositivo), de também alienarem suas ações por um preço equivalente a, pelo menos, 80% do preço pago por ação integrante do bloco de controle.

6. A rigor, ante a possibilidade de perda de liquidez dessas ações, decorrente de mudança significativa como é a alienação do controle da sociedade, se estabelece, para os minoritários, uma possibilidade de saída. Até por reconhecer que, em operações desta natureza, o bloco de controle deve ser valorado de forma distinta daquela pela qual se valorariam as ações dispersas em mercado (o chamado "prêmio de controle"), o legislador permitiu a diferenciação de preços na oferta pública ("OPA") que se fará para tal fim.

7. A operação de incorporação é, do ponto de vista formal, completamente distinta da alienação de controle. Trata-se, com efeito, de verdadeira mudança estrutural, por intermédio da qual uma determinada sociedade absorve outra, que se extingue. Em uma descrição ainda mais esquemática, na incorporação uma sociedade poderá: (i) ter seu patrimônio transferido para outra sociedade, extinguindo-se na seqüência (se for a incorporada); ou (ii) ter seu capital aumentado, em razão da recepção do patrimônio da incorporada, com a conseqüente emissão de ações para os antigos acionistas desta (se for a incorporadora).

8. Se, na alienação de controle, o acionista permanece na mesma empresa, que apenas terá novo acionista controlador, na incorporação ele será "transplantado" para uma nova sociedade, em conjunto com todos os demais acionistas. O valor da parcela a ser transplantada (e do aumento de capital na incorporadora) será definido a partir da correspondente avaliação patrimonial e, a rigor, distribuído conforme as proporções detidas⁽¹⁾. No presente caso se está aventando justamente a possibilidade de repartir-se o patrimônio entre os acionistas de forma distinta daquela que era a sua distribuição originariamente, na sociedade incorporada.

9. Entendo, na mesma linha do que entende o Diretor Eli Loria, não ser possível essa verdadeira "redistribuição" de patrimônio entre controlador e minoritários. Quando se está tratando de alienação de controle propriamente dita, as posições do controlador e dos minoritários são naturalmente distintas – política e economicamente – e assim serão apreçadas. Na incorporação, pela própria natureza da operação, não há como fazer diferenciações desta ordem – as posições majoritárias e minoritárias serão transferidas para a nova sociedade, mantidas as proporções. Vale destacar que, por motivos de ordem lógica, essa proporcionalidade não vigora, nos mesmos termos, quando há diferentes espécies de ações, não havendo como adotar uma mesma racionalidade para a definição das relações de troca de ações ordinárias e de ações preferenciais.

10. De qualquer maneira, creio ser importante deixar registrado que não me parece razoável, nesse tipo de arranjo, falar em um verdadeiro "prêmio de controle", mesmo porque, pela operação descrita, este prêmio seria, em última instância, pago às expensas dos demais acionistas.

11. Ademais, entendo que a adoção de mecanismos como os acima descritos traria ainda outra distorção: se o art. 254-A estabelece um direito para o acionista minoritário, a operação ora proposta representaria, para ele, uma imposição⁽²⁾. No primeiro caso é possível aceitar a oferta e alienar as ações ou, alternativamente, permanecer na sociedade. Neste segundo, mesmo que haja discordância o minoritário será "tragado" para os quadros da sociedade incorporadora, no que se poderia chamar, em expressão que alguns agentes do mercado já vêm adotando, de um verdadeiro "*drag along*". Creio que por mais este motivo não se podem confundir situações bastante distintas, inclusive quanto aos seus efeitos jurídicos. Não sem perda de transparência.

12. Aqui se poderia, naturalmente, objetar que nada impede a realização da operação em etapas, iniciando-se com a aquisição do controle, acompanhada da correspondente OPA para os acionistas minoritários, e, posteriormente, deliberando-se a incorporação da sociedade controlada. Ainda outros arranjos podem surgir. De qualquer maneira, porém, entendo que a adequada observância dos regimes estabelecidos para as formas adotadas tende a ser vantajosa para os participantes do mercado e para o público investidor, não por mero formalismo, mas para permitir a estes que se beneficiem das proteções que vigoram no âmbito de cada instituto.

13. Daí porque, embora considere, nos termos do voto do Diretor Marcos Pinto, haver benefício privado na operação proposta, acompanho o voto do Diretor Eli Loria, entendendo que tal operação não pode sequer ser realizada nos termos em que apresentada a esta autarquia.

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2009.

Otavio Yazbek

Diretor

⁽¹⁾ Para a lógica da manutenção das proporcionalidades, cf. Raul Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2006, p. 78; bem como as observações de Arnoldo Wald em "Considerações sobre a Aquisição e Alienação de Controle Societário: o Estudo da Jurisprudência" in Revista dos Tribunais, Vol. 691, especialmente na p. 21.

[2](#) Isso sem prejuízo do eventual direito de recesso (que, aliás, inexistente no presente caso), nos termos do art. 137 da Lei n. 6.404/1976, cujo valor será definido nos termos do inc. IV do art. 225.