

**Recorrente:** Tempo Capital Principal Fundo de Investimentos em Ações

**Assunto:** Supostas irregularidades na proposta da reorganização societária do Grupo Oi.

**Diretor:** Otavio Yazbek

### **Relatório**

#### **I. Objeto**

1. Trata-se de recurso interposto por Tempo Capital Principal Fundo de Investimentos em Ações ("Recorrente"), gerido por Tempo Capital Gestão de Recursos Ltda., na qualidade de acionista da Brasil Telecom S.A. ("BrT" ou "Companhia"), detentor de ações BRTO3, em face de decisão proferida pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), que analisou questões relativas à reorganização societária envolvendo BrT, Coari Participações S.A. ("Coari"), Telemar Norte Leste S.A. ("Tmar") e Tele Norte Leste Participações S.A. ("TNLPar") (em conjunto referidas como "Companhias Oi"), todas controladas direta ou indiretamente por Telemar Participações S.A. ("TmarPar").

#### **II. Reorganização Societária**

2. A reorganização societária pretendida, compreende, em síntese, atos que, conjuntamente, resultam na incorporação de ações da Tmar pela Coari, e nas incorporações da Coari e da TNLPar pela BrT, sendo que, ao fim, esta última concentraria todas as participações acionárias atuais nas Companhias Oi e seria a única das companhias com ações listadas em bolsa de valores ("Reorganização Societária").
3. Ademais, e para o que interessa na análise do presente caso, será proposta na assembleia geral extraordinária da BrT, que aprovar as incorporações da Coari e da TNLPar, a bonificação em ações resgatáveis de emissão da BrT a serem atribuídas exclusivamente aos acionistas da BrT anteriores à incorporação, as quais serão imediatamente resgatadas em dinheiro, e pagas proporcionalmente à participação de cada acionista no capital social. As relações de troca envolvendo as ações de BrT foram ajustadas de acordo com esses valores que os acionistas da BrT deverão receber.
4. Ainda nos termos do fato relevante divulgado pela companhia em 25.5.2011, poderiam exercer o direito de recesso os titulares de (i) ações ordinárias e preferenciais classe A e classe B da Tmar; (ii) ações ordinárias e preferenciais da Coari; e (iii) ações ordinárias da TNLPar (os acionistas titulares de ações preferenciais da TNLPar não teriam direito de retirada, pois tais ações eram dotadas de "liquidez" e "dispensão"). Para legitimamente exercer o direito de recesso, os respectivos acionistas dissidentes deveriam ser titulares das ações de forma ininterrupta desde o encerramento do pregão do dia 23.5.2011 até a data do efetivo exercício do direito de retirada.

#### **III. Reclamações do Recorrente**

5. O Recorrente apresentou variadas manifestações ao longo do Processo (fls. 1-73, 138-147, 183-209, 618-648 e 868-906, dentre outras), nas quais aponta supostas irregularidades na proposta da Reorganização Societária.
6. Após manifestações da SEP, os pleitos do Recorrente foram reiterados através de recurso ao Colegiado apresentado em 24.1.2012, e podem ser sintetizados nos seguintes termos:  
  
III.A. Os trabalhos dos comitês especiais instaurados para deliberar sobre as relações de trocas das ações das Companhias Oi não atenderam aos pressupostos do Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008
7. Segundo o Recorrente, a exigüidade do tempo dedicada à negociação das relações de troca das cinco companhias envolvidas seria um indício de que não teria ocorrido uma efetiva negociação. Acrescenta a tal questão a manifestação do conselheiro independente de Coari que se manifestou no sentido de não ter sido convidado a discutir o assunto e a participar do processo.
8. Ademais, levanta questões relacionadas ao cumprimento do art. 11 da Instrução CVM n.º 319, de 3.12.1999, que serão descritas adiante, para destacar que as discussões travadas entre os membros desses comitês não foram suficientemente profundas. Alega que não foram consideradas as sinergias operacionais existentes, assim como a conceituação da BrT perante os consumidores e destaca, ainda, que não foram sopesados valores que seriam obtidos em outras alternativas de reorganização societária, como, por exemplo, a incorporação tradicional (e não a reversa).
9. Entende não haver indícios de que o comitê tenha testado a sinceridade das premissas e das projeções utilizadas. Assevera, aliás, e de forma mais ampla, que a falta de divulgação dos trabalhos realizados pelos comitês não permite que se confirme o cumprimento, pelos envolvidos, dos deveres fiduciários que lhes eram impostos.
10. Desta forma, considera que os trabalhos desses comitês foram inadequados e acrescenta que (i) não haveria nas atas das reuniões demonstração de que tenha havido efetiva negociação entre os comitês; (ii) a negociação das relações de troca teria sido deveras célere e com valor prejudicial se comparada à ocorrida em 2008; (iii) teria havido interposição dos administradores das companhias envolvidas, que aprovariam sem questionamentos a orientação do controlador; e (iv) os interesses dos acionistas minoritários não teriam sido, de forma geral, resguardados.
11. O Recorrente observou, por fim, que o trabalho dos comitês teria simplesmente corroborado as relações de troca previamente divulgadas pelo acionista controlador no fato relevante de 24.5.2011, o que demonstraria a ausência de negociações, assim como que a administração, em conflito de interesses, não teria atuado com lealdade.  
  
III.B. A bonificação concedida às ações BrT configuraria benefício particular da sua controladora
12. No entendimento do Recorrente, a bonificação concedida aos acionistas da BrT buscaria, ao fim, assegurar a manutenção do controle acionário da TmarPar sobre a Companhia.
13. E, por este motivo, tal bonificação representaria um benefício particular para TmarPar, que, na qualidade de controladora da BrT, estaria impedida de votar na deliberação por tratar-se de situação de benefício particular, nos termos do §1º do art. 115 da Lei n.º 6.404/1976<sup>[1]</sup>.

III.C. A TmarPar não estaria autorizada a votar por haver situação de conflito de interesses

14. Além do benefício particular acima referido, o Recorrente alega que a TmarPar também não poderia votar por estar em situação de conflito de interesses, nos termos do mesmo §1º do art. 115.
15. Neste sentido, julga não ser pacífico o entendimento, inclusive expresso no Parecer de Orientação n.º 35/2008, de que o art. 264 da lei acionária teria criado um regime que afasta a incidência do §1º do art. 115. Afirma, assim, que o voto do controlador em operação de incorporação envolvendo companhias controladas ofenderia, por ser conflitante, a previsão do §1º do art. 115 também da Lei n.º 6.404/1976. As disposições do art. 264 teriam simples caráter informacional, e não a faculdade de autorizar o voto em conflito.
16. Além de alegar não existir referência expressa no art. 264 que exclua a aplicação do §1º do art. 115, o Recorrente cita por diversas vezes a decisão do Inquérito Administrativo CVM n.º 23/99, o "caso VASP", no qual se decidiu que o controlador não poderia votar em situação de conflito de interesses. Aponta, também, que tal decisão foi confirmada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.
17. Por fim, o Recorrente lembra a decisão do Colegiado proferida no Processo RJ 2009/13179, o "caso Tractebel", em que foi declarado o impedimento do voto do controlador em assembleia que aprovaria a celebração de contrato com parte relacionada. Para o Recorrente, tal decisão poderia ser considerada para o caso em análise, já que é possível considerar a incorporação de sociedades como um contrato consigo próprio, a evidenciar uma situação análoga.

III.D. Aplicação do art. 11 da instrução CVM n.º 319/1999

18. Alega o Recorrente que se aplica à Reorganização Societária o disposto no art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999, cuja redação é a seguinte:  
*Art. 11. É vedada a adoção, nas relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, nas operações de que trata esta Instrução, da cotação de bolsa das ações das companhias envolvidas, salvo se essas ações integrarem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros.*
19. Contesta, assim, o fato de o cálculo das relações de substituição das ações ordinárias da BrT ter sido realizado com base no valor de sua na cotação em bolsa, pois, em se tratando de ações que não integraram índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação, a adoção de tal critério contrariaria o disposto no art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999.
20. Para o Recorrente, ainda que se pudesse considerar que o art. 11 da Instrução n.º 319/1999 foi revogado pelas disposições do Parecer de Orientação n.º 35/2008, a cotação de ações sem comprovada liquidez não permitiria avaliar seu real valor. Não seria justo, desta forma, estabelecer relações de troca com base em critérios idênticos para as Companhias Oi quando os elementos formadores destes critérios são muito distintos.
21. Acrescenta, por fim, que os comitês constituídos para estabelecer as relações de troca na operação ignoraram o disposto no art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999 em sua análise e que os precedentes apontados pela BrT em suas manifestações não se aplicam ao caso concreto, pois todos teriam peculiaridades que os tornam diferentes da operação em questão.

III.E. Direito de recesso

22. Para o Recorrente, os acionistas ordinários da BrT poderiam exercer o direito de recesso em função das disposições constantes dos §§3º e 4º o art. 264 da lei acionária, já que, tratando-se de incorporação reversa, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia geral da controlada (no caso, BrT) que aprovar a operação teriam direito de recesso.
23. Sobre este tema a SEP expediu, em 12.12.2011, o Ofício/CVM/SEP/GEA-4/N.º 271/11, no qual informou ao Recorrente que as questões relacionadas ao direito de recesso seriam analisadas no âmbito do Processo CVM n.º 2011/11770. O referido Processo já foi objeto de recurso, do qual também sou relator.

#### IV. Manifestações da Companhia

24. A Companhia, por sua vez, apresentou respostas aos questionamentos efetuados pelo Recorrente (fls. 95-110 e 490-608), as quais podem ser sintetizados nos seguintes termos:

IV.A. Adequação dos trabalhos do Comitê Especial

25. Segundo a Companhia, os membros dos comitês especiais são independentes e com notória capacidade técnica, não sendo, inclusive, administradores das Companhias Oi, em obediência às especificações do Parecer CVM n.º 35/2008 e dos respectivos estatutos sociais.
26. Afirma que o trabalho do comitê da Companhia foi realizado por meio de reuniões presenciais e que seus membros contaram com assessoria financeira e jurídica. Desta forma, tendo em vista tratar-se de procedimento realizado sem influência da Companhia, o agendamento de reuniões, os assuntos que seriam tratados, a velocidade com que foram realizados os trabalhos e a avaliação dos fatores da operação foram realizados de acordo com a conveniência e o melhor julgamento do comitê. Destacou, ainda, que, ao fim dos trabalhos, seus membros colocaram-se ao dispor para questionamentos e esclarecimentos, tendo comparecido, inclusive, a reuniões do conselho de administração e do conselho fiscal da Companhia.
27. Assim, dentro de suas funções, os comitês eram livres para escolher critérios de avaliação e, conforme é possível depreender das atas tornadas públicas, seus membros analisaram e discutiram critérios de avaliação e possíveis períodos para a fixação das relações de troca, tendo sempre em vista os direitos dos acionistas das Companhias Oi.
28. Ademais, a Companhia esclareceu que existiriam diferenças entre a presente operação e a reorganização societária anterior, divulgada ao mercado por meio do fato relevante em abril de 2008, e concluiu que não há o que se falar em comparação com a Reorganização Societária, realizada em contexto muito diverso.

IV.B. A regularidade da bonificação concedida às ações BrT

29. Segundo a Companhia, a bonificação das ações de emissão da BrT deve ser analisada dentro do contexto total da operação, e não de forma desconexa, consistindo em tratamento mais benéfico dado aos acionistas desta companhia que, diferentemente dos acionistas das demais companhias, receberão soma relevante em dinheiro. Ademais, não se trata de ato isolado da administração e foi proposta como uma forma de aperfeiçoar a estrutura de capital da Companhia.

30. Ressalta que a manutenção do controle da BrT trata de obrigação legal, tendo em vista a concessão de serviço público. Assim, alega que se a razão para a TmarPar realizar a bonificação fosse obter 0,2% das ações ordinárias, conforme alegado pelo Recorrente, esta poderia, por exemplo, adquirir tal participação no mercado.
31. Ademais, segundo a Companhia, seus acionistas não serão diluídos em razão da bonificação, mas sim irão receber um valor em dinheiro, por ação, o qual é fixo, de modo que, ao contrário do valor de cotação de todas as ações das Companhias Oi, inclusive da Companhia, não foi reduzido em decorrência de oscilações do mercado.
32. Não há que se falar, também, em benefício particular, especialmente porque todos os acionistas são tratados rigorosamente da mesma forma. Controladores e não controladores, titulares de ações ordinárias ou de ações preferenciais.

#### IV.C. A inexistência de proibição de voto do Controlador na incorporação envolvendo controladora e controlada

33. Para a Companhia, as incorporações envolvendo sociedades controladora e controlada mereceram maior atenção e interesse do legislador, que conferiu disciplina especial e optou por permitir que as condições da incorporação fossem pactuadas livremente pelas partes, ao invés de fixar normas cogentes para determinação das relações de troca.
  34. A Lei n.º 6.404/1976 acabou, nesse sentido, por privilegiar o princípio majoritário e admitir o exercício do direito de voto pela acionista controladora na assembleia da controlada. A proteção aos acionistas minoritários, nessas operações, seria assegurada (i) pela adoção de regras informacionais adicionais que evidenciam a equitatividade das relações de substituição proposta; e (ii) pela atribuição, da possibilidade de exercício do direito de recesso pelos dissidentes.
35. Tal entendimento já teria sido manifestado em decisão unânime no Processo CVM n.º RJ 2001/11663 [\[2\]](#), assim como quando da elaboração do Parecer de Orientação n.º 35/2008 e da decisão do "caso Tractebel", pois os Diretores esclareceram que aquele caso não se enquadrava na hipótese de regime especial determinado pelo art. 264, no qual, naturalmente, não há proibição de voto.

#### IV.D. Ausência de infração à instrução CVM n.º 319/1999

36. Para a Companhia, a Instrução CVM n.º 319/1999 foi elaborada em um cenário diferente do atual, quando ainda não havia sido editado o Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008, que introduziu no cenário regulatório, em setembro de 2008, a figura dos comitês independentes.
37. A disposição do art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999 tinha como objetivo a proteção dos acionistas não controladores, evitando a adoção de uma relação de substituição prejudicial a estes, nos casos em que a proposta de relação de substituição não era fruto de uma negociação independente entre as sociedades.
38. Assim, o comitê independente constituído teria plenos poderes e liberdade para negociar a operação, inclusive o critério a ser utilizado para a relação de substituição. Para a Companhia, não haveria sentido em se recomendar a constituição de comitês independentes limitando a atuação de seus membros e impedindo que eles efetiva e livremente negociassem a operação, em prol dos interesses das companhias envolvidas e de seus acionistas.
39. Desta forma, para a Companhia, não houve qualquer irregularidade ou prejuízo aos acionistas não controladores pela escolha desse critério para a relação de substituição, além de não haver qualquer indicação de que os preços das ações não reflitam seu efetivo valor de mercado.
40. Por fim, lembrou que foi este o critério utilizado para a realização de aumentos de capital da TNLPar e da Tmar concluídos em março de 2011, que tiveram como resultado o ingresso da Bratel Brasil S.A. (Portugal Telecom) nas companhias. Ademais, ressaltou que as relações de substituição não são aplicáveis apenas aos acionistas não controladores, mas sim a todos os acionistas envolvidos, inclusive os acionistas controladores, o que demonstraria a equitatividade das bases operação.

#### IV.E. Direito de Recesso

41. As questões apresentadas pela Companhia relacionadas ao pleito de direito de recesso, como já referido, serão analisadas no âmbito do Processo CVM n.º 2011/11770.

#### V. Análise da SEP

42. A SEP analisou a questão por meio do RA/CVM/GEA-4/N. 083/11, de 21.12.2011, e do MEMO/SEP/GEA-4/N.º 025/12, de 3.2.2012, manifestando-se nos seguintes termos:

##### V.A. Trabalhos realizados pelo comitê especial

43. Segundo a área técnica, a Companhia apresentou documentação relativa à composição dos comitês, à cronologia de suas atuações e às recomendações finais. Além disso, os comitês contrataram assessores financeiros e jurídicos que, de acordo com a documentação apresentada, forneceram subsídios para seus trabalhos dos comitês.
44. Assim, após a análise de todos os documentos apresentados, não seria possível afirmar que (i) a composição dos comitês não respeitou as recomendações trazidas no Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008; (ii) os membros dos comitês não envidaram esforços no intuito de analisar a reestruturação societária; (iii) não discutiram critérios alternativos para estabelecer as relações de troca; ou (iv) não tenha havido efetiva negociação entre os comitês.
45. Por fim, segundo a SEP, não seria adequada a indicação de relação de troca previamente à atuação dos comitês, à luz das recomendações do Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008, ainda que para fins meramente informativos. Entretanto, tal constatação não seria, em princípio suficiente para invalidar as conclusões atingidas.

##### V.B. Bonificação

46. Para a SEP, não seria cabível a alegação de benefício particular do acionista controlador no que tange à bonificação, pois, mesmo sem a sua distribuição, os acionistas controladores diretos e indiretos da BrT ainda seriam titulares de mais de 50% do capital votante ao fim da Reorganização Societária.
47. Segundo a área técnica, um efeito natural da aprovação da bonificação será diluir a participação acionária de todos os acionistas de BrT.

Contudo, entendeu que, em princípio, não seria possível vislumbrar um benefício particular derivado de tal operação, tendo em vista que esta diluição não se confunde, a princípio, com a diluição injustificada que a lei acionária busca evitar, notadamente em razão da contrapartida financeira.

48. Concluiu, portanto, que, diante das informações disponíveis até o momento, não foram identificados elementos que permitissem compreender que a bonificação foi proposta com o fim de trazer algum tipo de benefício particular aos acionistas controladores que pudesse impedir o seu exercício de voto.

#### V.C. Conflito de Interesses

49. Para a SEP, apesar da possibilidade de eventualmente haver interesses não congruentes entre os acionistas que deliberam sobre as operações previstas no art. 264 da Lei n.º 6.404/1976, tal artigo impõe um regime especial a tais operações e sua redação não afastou a sua capacidade de conferir legitimidade a uma operação em que não existam maiorias distintas com poder de decisão.
50. Desta forma, não deve prevalecer a tese de impedimento de voto do acionista controlador em operações abrangidas pelo artigo 264 da lei acionária por configurar situação de conflito de interesses. Tal entendimento seria corroborado, segundo a área técnica, pela interpretação do §3º do art. 264, que pressupõe o voto do controlador na assembleia que delibera sobre a operação disciplinada pelo artigo, tendo em vista a existência de mecanismo de proteção ao acionista dissidente.
51. Adicionalmente, lembra a SEP que o Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008 foi editado com vistas a proteger a minoria acionária em tais operações, contendo, nesse sentido, recomendações sobre procedimentos que assegurem nas relações de troca entre as ações das companhias envolvidas na operação, recomendações estas que, em princípio, foram seguidas pela Companhia.
52. Conclui, por fim, que não se caracteriza afronta à lei acionária " a votação por parte do controlador em operações de reorganização societária envolvendo empresas com relação de controle ou sob controle comum. Isto porque, ainda que se trate de uma situação onde existe um conflito de interesse latente quando do exercício do voto por parte do acionista controlador, casos aos quais a Lei submete a hipótese de impedimento de voto, há dispositivo aplicado ao caso específico, qual seja, o artigo 264. Em que pese tal constatação, a abstenção de voto do controlador pode ser um procedimento adotado espontaneamente com vistas a conferir maior grau de legitimidade à operação".

#### V.D. Cotação para a fixação das relações de substituição

53. A SEP inicia sua manifestação sobre este ponto esclarecendo não entender que o Parecer de Orientação n.º 35/2008 teria revogado o art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1998. Afirma, porém, que ambas as disposições devem ser interpretadas de acordo com o bem jurídico que buscam tutelar.
54. Lembra a área técnica que a lei acionária não traz regra estabelecendo quais são os critérios para determinar as relações de troca entre as ações de companhias envolvidas em operações societárias e que, em princípio, as partes seriam livres para fixar essas relações. Neste contexto, é de presumir que a relação de troca em operações negociadas entre partes independentes representa o equilíbrio alcançado em negociação onde cada parte busca alcançar o melhor valor para si.
55. Adicionalmente, presume-se que a cotação de ações ilíquidas não representaria o valor mais justo para o cálculo do valor de tais ações e, desta forma, o art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1998 limitaria a arbitrariedade detida pelo acionista controlador, buscando evitar que este impusesse uma relação de troca com base em um valor que não seria justo para beneficiar-se de alguma forma.
56. Contudo, para a SEP, tais presunções não seriam absolutas, pois a cotação em bolsa, mesmo com liquidez reduzida, pode representar o valor adequado da ação pelo qual os participantes de mercado estariam dispostos a realizar compras e vendas. Assim, havendo demonstração de que, apesar de não possuir liquidez, a cotação em bolsa representa um valor adequado para avaliar determinada ação, o bem jurídico protegido pelo art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999 não restaria prejudicado.
57. Desta forma, cumpridas as disposições do Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008, é possível presumir que, como nas operações entre partes independentes, a relação de troca representaria o equilíbrio alcançado em uma negociação na qual cada parte buscaria alcançar o melhor valor para a companhia a qual representa.
58. Para a SEP, trata-se do que aconteceu no caso concreto, estando, portanto, justificada a adoção das relações de troca propostas, frutos de negociação, mesmo que as ações de BRTO3 tenham sido avaliadas com base em cotações em bolsa das ações, e não estejam presentes em índices.

#### VI. Encaminhamento para o Colegiado:

59. Em 3.2.2012 os autos do presente Processo foram remetidos para apreciação do Colegiado, quando fui designado relator.

É o relatório.

#### Voto

1. O presente caso versa, basicamente, sobre as seguintes questões: (i) idoneidade da atuação dos comitês especiais das Companhias Oi; (ii) caracterização da bonificação concedida às ações da BrT como benefício particular para a sua controladora; (iii) existência de conflito de interesses da TmarPar, com conseqüente impedimento de voto; e (iv) aplicação do art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999.
2. Além desses temas, foi trazida, ainda, a questão da possibilidade de os acionistas ordinários da BrT exercerem o direito de recesso em função da Reorganização Societária, quer em decorrência da aplicação dos §§3º e 4º do art. 264 da Lei n.º 6.404/1976, quer em razão do §1º do art. 252 da mesma lei. A análise desse ponto foi realizada em conjunto com outra reclamação semelhante e atuada como Processo CVM n.º 2011/11770, também julgado nesta data. Por este motivo não rediscutirei, no presente voto, tal questão, apenas remetendo ao presente voto, onde se afasta a possibilidade de recesso em razão dos dispositivos citados.
3. Feito esse esclarecimento, gostaria de, primeiro, tratar brevemente do tema que é objeto do item "iii" acima, para, na sequência, lidar, de maneira mais detalhada, com os demais. Isso porque a questão do reconhecimento de conflito de interesses e dos efeitos desse reconhecimento está mais diretamente ligada a uma interpretação já consolidada na CVM.
4. Com efeito, o questionamento em tela diz respeito à possibilidade de a TmarPar poder participar da votação na assembleia geral extraordinária da BrT, que deliberará sobre a incorporação da Coari e da TNLPar, uma vez que haveria conflito de interesses e, na forma do §1º do art. 115 da lei acionária, impedimento de voto. Em mais de um caso recente, no entanto, a CVM reiterou que a vedação ao voto em caso de conflito de interesses não se aplica às operações de incorporação de controlada previstas no art. 264. E, a confirmar essa linha, transcrevo trecho do voto

da Presidente no Processo CVM n.º RJ 2011/4394, em que, aliás, também figura como reclamante a mesma Reclamante do presente processo:

*"No entanto, não vejo como os pedidos podem prosperar, pois a argumentação levada a cabo pela Tempo se choca ao entendimento pacificado nesta Autarquia. Com efeito, ao apreciar o Processo Administrativo Sancionador n.º RJ-2004-5494, em reunião de 16.12.04, o Colegiado da CVM firmou orientação no sentido de que as disposições do §1º do art. 115 da Lei n.º 6.404/76 relativas a conflito de interesses não são aplicáveis às assembleias gerais convocadas para deliberar acerca das operações compreendidas pelo art. 264 da mesma Lei, uma vez que esse dispositivo submeteu tais operações a regime jurídico específico, que admite o exercício do direito de voto pelo acionista controlador.*

*A propósito, tal orientação foi reiterada pelo Colegiado da CVM por ocasião da edição do Parecer de Orientação n.º 35, de 1º de setembro de 2008, que estabeleceu recomendações de conduta aos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. Com efeito, como se depreende de sua leitura, tal Parecer parte do pressuposto que, nessas operações, o acionista controlador não está legalmente impedido de exercer o direito de voto nas assembleias gerais de acionistas das duas sociedades envolvidas. Aliás, o Parecer me parece bastante claro quando ressalta que 'é pacífico na CVM o entendimento de que o art. 264 da Lei n.º 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'.*

5. Por acompanhar esse entendimento, afastar a possibilidade de impedimento de voto suscitada pela ora Recorrente. Tratarei, na sequência, dos demais pontos do recurso.

#### **I. Bonificação e Benefício Particular**

6. E o primeiro desses pontos, até pela proximidade conceitual com a questão anteriormente tratada, parece-me ser o da eventual existência de impedimento de voto, em razão de benefício particular para a TmarPar na deliberação sobre a concessão de bonificação às ações da BrT. Isso porque, como descrito, tal deliberação permitiria uma diluição das participações dos minoritários daquela companhia e a manutenção do controle pela TmarPar quando da realização de todas as operações que integram a Reorganização Societária.
7. Creio que o primeiro empecilho – ainda que talvez não absoluto – para a adoção desta interpretação reside em uma questão conceitual. Isso porque o benefício particular é, usualmente, definido como aquela vantagem que diferencia um acionista dos demais, beneficiando-o na qualidade de acionista. Ou seja, existe benefício particular quando se subtrai, à coletividade dos acionistas, algo que seria direcionado para um outro acionista, que, assim, se diferenciaria dos demais<sup>[3]</sup>. Não se trata de benefícios decorrentes de uma contratação privilegiada (hipótese de conflito de interesses), mas algo que diferencia os acionistas como tais.
8. E no caso em tela não há que se falar propriamente em uma diferenciação decorrente da deliberação acerca da bonificação, no âmbito da BrT. Nesta, todos seriam igualmente beneficiados pela bonificação e pelo resgate.
9. É bem verdade que o problema poderia aparecer na etapa subsequente da reestruturação societária, uma vez que, com as participações dos minoritários da BrT reduzidas em razão do pagamento da bonificação, será mais fácil para a TmarPar consolidar sua posição de controladora daquela sociedade. E aqui se impõe, inicialmente, identificar se é de benefício particular que se estaria tratando aqui. Entendo que não, inclusive porque, por mais que se imponha a compreensão das operações como um todo, não é possível estender a hipótese de vedação de voto de maneira irrestrita, de modo a abranger operações sobre as quais não se está decidindo em um primeiro momento.
10. Além disso, creio que as Companhias lograram, além disso, demonstrar que, para tais efeitos, a bonificação produziria efeito bastante reduzido, ou seja, mesmo caso ela não seja realizada, restará consolidada a posição de controladora da TmarPart. Daí porque afastar os questionamentos trazidos também neste ponto.

#### **II. Adequação dos Trabalhos dos Comitês**

11. Para este ponto remeto, sobretudo, às considerações da área técnica no MEMO/SEP/GEA-4/N.º 025/12, de 3.2.2012, em especial em seus itens 8 a 10. Ao analisar a documentação trazida pelas companhias, assim como as demais informações levantadas nas diligências realizadas, a superintendência concluiu que *"não é possível afirmar que a composição dos comitês não respeitou as recomendações trazidas no PO 35, que os membros dos comitês não tenham envidado esforços no intuito de analisar a reestruturação societária e discutido sobre critérios alternativos para estabelecer as relações de troca, bem como que não tenha havido efetiva negociação entre os comitês"*.
12. Essas considerações devem, porém, vir acompanhadas de alguns comentários sobre os limites do que a área apurou até o presente momento. Assim, ao tratar do objeto do Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008, destacou-se que ele se destina a dar maior concreção aos deveres fiduciários dos administradores nas operações entre controladoras e controladas: *"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, esses procedimentos tendem a propiciar o cumprimento das disposições da legislação societária a respeito dessa matéria"*.
13. Mais para a frente, ainda no corpo do Parecer, assevera-se que *"os procedimentos acima descritos são formas adequadas de dar cumprimento aos deveres fiduciários dos administradores previstos nos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei n.º 6.404, de 1976. Todavia, os procedimentos descritos neste parecer não são exclusivos nem exaustivos. No exercício de sua competência fiscalizadora e punitiva, a CVM poderá admitir a utilização de outros modos de cumprimento dos deveres legais"*.
14. Chamo a atenção para esses trechos porque, a meu ver, eles ajudam a delimitar o tipo de análise que a SEP realizou. Por um lado, a adoção das recomendações do Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008 cria uma presunção de que aquelas operações, para cuja negociação anteriormente não existiam maiores balizadores do ponto de vista procedimental, foram realizadas de maneira legítima e que os administradores portaram-se adequadamente, respeitando seus deveres fiduciários. Por outro, pode-se adotar ainda outros procedimentos que, alternativamente, produzam aquele mesmo efeito de legitimação.
15. A rigor, o que a SEP fez foi uma análise da adequação dos procedimentos adotados pelas companhias, tendo em vista o disposto no Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008. E os levantamentos e diligências levados, até o momento, a efeito levaram-na à conclusão de que tais procedimentos teriam sido adequadamente observados.
16. O Reclamante trouxe alegações cuja comprovação depende de ampla investigação como, por exemplo, que os comitês não testaram com

sinceridade as premissas adotadas nos documentos que instruem a operação ou que os comitês não avaliaram estruturas alternativas para operação.

17. Obviamente, é esperado que os membros do comitê, no processo de análise das avaliações em que se apóiam para negociação dos termos da operação, discutam as premissas adotadas, os resultados obtidos e outros aspectos dos laudos e dos demais documentos apresentados pelos assessores contratados ou pela companhia. Da mesma forma, nos termos do Parecer CVM n.º 35/2008, os membros dos comitês devem analisar estruturas alternativas que possam melhor servir os interesses da Companhia e seus acionistas.
18. E não há indícios suficientes para afirmar que essas condutas, de fato, não teriam ocorrido. As investigações já realizadas, realizadas pela SEP, levam a conclusões distintas. De qualquer forma, uma resposta cabal a essas questões depende de investigações ainda mais profundas, que a área técnica poderá vir a fazer dependendo, em especial, da higidez do conjunto de indícios de irregularidades que restar ao cabo da operação.
19. Não creio que se possa, nesta instância e com base apenas em indícios meramente especulativos, desconsiderar o que foi constatado pela área até o presente momento.
20. Ressalvo, porém, que os deveres fiduciários dos administradores das companhias vão além daqueles relacionados à constituição e à atuação dos comitês. É verdade que se confirmou que os comitês foram adequadamente constituídos e que não há o que questionar, por enquanto, na sua atuação. Por outro lado, nada impede que, em razão de novas informações ou mesmo de investigações que venham a ser provocadas, se avaliem outros aspectos do cumprimento daqueles deveres dos administradores no âmbito da Reorganização Societária.

### III. Aplicação do Art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999

21. O último dos questionamentos enfiados no presente processo diz respeito ao descumprimento do art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999. O referido dispositivo veda a adoção "*nas relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, nas operações de que trata esta Instrução, da cotação de bolsa das ações das companhias envolvidas, salvo se essas ações integram índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros*".
22. Tal vedação está diretamente relacionada à necessidade de proteção das minorias em operações onde elas, notoriamente, encontram-se em posição mais vulnerável. Mais do que isso, ela impede que o uso de um preço aparentemente legítimo, formado em bolsa, seja utilizado para permitir a diluição daquelas minorias, apenas permitindo o uso de tais preços quando houver ao menos uma presunção de liquidez, dada pela pertinência aos índices ali referidos.
23. Gostaria, inicialmente, de afastar um dos entendimentos abraçados pela SEP na sua manifestação sobre este ponto, que é o de que "*A adoção dos procedimentos descritos no PO 35, em especial a criação de comitês independentes, serviria para criar um ambiente negocial dentro dessas operações. Cumpridos corretamente tais procedimentos, a relação de troca obtida pela atuação dos comitês seria resultante de efetiva negociação, como ocorre nas transações entre partes independentes*".
24. É bem verdade que o Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008 representou um novo e importante passo para se assegurar a legitimidade das negociações naquelas operações entre controladoras e controladas. E ele é, de fato, hábil a criar determinadas presunções. É natural que essas presunções digam respeito não apenas à idoneidade do comportamento dos administradores, que é o objeto mais direto daquele Parecer, mas também aos resultados das negociações levadas a efeito. Não creio, porém, que essa presunção de uma maior adequação das relações de troca seja, por si, hábil a afastar a vedação contida no referido art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999.
25. Há, porém, outro ponto que acredito que se deva considerar – e que, aliás, também foi suscitado pela SEP –, que é o da progressiva relativização das interpretações acerca daquele dispositivo regulamentar em casos em que, diante de certas especificidades, se logrou comprovar que o uso do preço das ações era, sim, solução razoável. Assim, a área técnica aponta, no item 27 do seu já referido memorando, que a presunção de que o valor de ações não integrantes daqueles índices seria inadequado não é absoluta. E destaca que "*A cotação em bolsa de uma ação 'ilíquida' (de acordo com os termos do art. 11, que inclusive não foi atualizado com a nova redação da LSA) não necessariamente representa uma informação imprestável. Podem existir hipóteses em que a cotação em bolsa, mesmo com liquidez reduzida, represente o valor adequado da ação, pelo qual os participantes de mercado estariam dispostos a comprar e vender suas ações*".
26. Na verdade, não se trata aqui tanto do caráter absoluto ou não de uma presunção, mas sim da interpretação de uma vedação regulamentar tendo em vista situações de fato, que podem apresentar determinadas nuances.
27. A vedação constante do art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999 foi criada pressupondo-se um contexto em que o controlador determina a relação de troca unilateralmente e em relação a uma ação sem liquidez. É somente neste caso, em que há uma imposição pelo controlador e no qual não há um mercado capaz de formar um preço que minimamente reflita o valor da companhia, que faz sentido impedir que a relação de troca seja baseada no preço de mercado. E esse não é o caso aqui. Nem a ação é desprovida de qualquer liquidez, nem o controlador determinou a relação de troca. Assim, a vedação perderia sua razão de ser.
28. E, como demonstrado pela área técnica, essa é a interpretação que vem sendo consagrada pela autarquia, de maneira mais ou menos direta, em determinados casos, também referidos no seu memorando – nomeadamente nos Processos CVM n.º RJ 2007/15051, RJ 2008/8678 e RJ 2008/6938.
29. Neste sentido, a negociação por meio de comitês constituídos na forma e para os fins do Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008, se não é hábil a afastar a incidência da vedação, não deixa de ser um daqueles elementos do caso concreto capazes de qualificar a análise da área técnica e de dar suporte à interpretação por ela adotada. Afinal, como mencionou a SEP no RA/CVM/GEA-4/N.º 083/2011, a metodologia utilizada na fixação da relação de troca foi justificada, no Relatório do Comitê Especial Independente da BRT, a partir da constatação de que, mesmo depois de analisar "diversas métricas de mercado", o valor de mercado parecia o mais adequado.
30. Daí porque acompanho, também neste ponto, as posições da área técnica, entendendo que a inobservância da vedação constante do art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999 não parece ser, aqui, ante os trabalhos dos Comitês e os demais dados levantados, verdadeiro problema. Mesmo porque, como afirmado, ela é coerente com a orientação que a autarquia já vem seguindo em outros casos.
31. Pelo exposto, julgo o presente recurso improcedente e acompanho a posição da área técnica quanto aos pontos acima descritos, no sentido de que (i) inexistiu impedimento de voto para a TmarPar, nos termos suscitados nos presentes autos, em razão de conflito de interesse; (ii) da mesma maneira, inexistiu impedimento de voto para a mesma sociedade, nas deliberações sobre bonificação, em razão de benefício particular; (iii) não há, até o presente momento e tendo em vista as apurações já realizadas, indícios de irregularidade na atuação dos comitês constituídos para deliberar sobre as relações de troca; e (iv) a vedação constante do art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999 não é, necessariamente, impeditiva da adoção de valores de mercado, desde que, no caso concreto, haja outros elementos capazes de justificar adequadamente tal opção, conforme vem entendendo a SEP.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 16 de fevereiro de 2012.

Otavio Yazbek

Diretor Relator

[1] **Art. 115.** (...) **§1º** *o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-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] Este processo diz respeito à reorganização societária implementada pela Serrana S.A., pela Bunge Alimentos S.A. e pela Bunge Fertilizantes S.A. com o intuito de simplificar a organização societária delas e foi decidido pela unanimidade dos então membros do Colegiado da CVM em 15.1.2002.

[3] A questão foi explorada, incidentalmente, em meu voto no "Caso Tractebel" (Processo Administrativo CVM n.º RJ 2009/13179, decidido em 9.9.2010). Cf., ainda, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e França, "O Conceito de 'Benefício Particular' e o Parecer de Orientação 34 da CVM". In: *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 576.