

III

Ativismo de Investidores Institucionais e *Enforcement*: Estudos de Casos no Mercado Acionário Brasileiro

Conforme visto no capítulo anterior, problemas de GC surgem quando os responsáveis pelos rumos da empresa, sejam eles o executivo ou o(s) acionista(s) majoritário(s), decidem exercer controle de forma diferente daquela adequada aos interesses dos investidores *outsiders*.

Quando o controle da empresa é pulverizado, surge o chamado “problema de ação coletiva” entre os investidores, o que pode ser mitigado por concentração parcial de propriedade e controle nas mãos de um grande investidor ou grupo de investidores. Essa solução, no entanto, não impede o potencial acerto entre esses acionistas (controladores) e os executivos da empresa em detrimento dos interesses dos demais acionistas (minoritários), ou seja, permanece o risco de expropriação.

Essa questão é especialmente relevante para o caso brasileiro, cujo mercado acionário tem como característica empresas com controle bem definido e, portanto, concentrado.

Com o intuito de identificar o impacto do ativismo de investidores institucionais nas empresas brasileiras, este capítulo apresentará estudos de casos construídos conforme estratégia “explicativa” (*explanatory case study*), ou seja: buscar-se-á indicar de que forma os resultados observados podem ser utilizados para ajudar a compreender situações semelhantes¹.

¹ Para Yin (1990, p.21 e p.48): “ case studies, like experiments, are generalizable to theoretical propositions and not to populations or universes. (...) and the investigator’s goal is to expand and generalize theories (analytic generalization) and not to enumerate frequencies (statistical generalization)”. “(...) rationale for selecting a single-case rather than a multiple-case design is that the investigator has access to a situation previously inaccessible to scientific observation”. Os casos também procuraram seguir metodologia utilizada pelo Institute of Corporate Governance da Universidade de Yale, conforme abordagem apresentada pelo Prof. Florêncio Lopes-de-Silanes no Global Corporate Governance Forum em Washington (junho de 2003).

As seções a seguir buscarão avaliar, com base nos casos apresentados, o papel de importantes Fundos de Pensão como agentes indutores das boas práticas de GC e capazes de criar valor para as empresas investidas (e para seus acionistas), especialmente em operações envolvendo partes relacionadas.

Como visto anteriormente, os FP, por determinação legal, não podem deter participação acionária superior a 20% do capital da empresa investida e, portanto, são “grandes minoritários” que, muitas vezes, lançam mão de acordos de acionistas - AA para garantir direitos de controle em conjunto com outros sócios.

Em geral, esses “blocos de controle” são formados por um grupo de FP e por sócio(s) estratégico(s), ou seja, controladores de empresas que já possuem interesse no setor em que a empresa-alvo atua. Releva notar que essa busca por garantia de direitos de controle por meio de AA é uma forma de compensar as deficiências regulatórias e de legislação e pode representar substancial ganho de valor para o investimento. Segundo LLSV (2000, p.13), “quando os direitos dos investidores não são adequadamente protegidos e expropriação é factível em escala substancial, controle adquire enorme valor”.

Se, por um lado, o controle concentrado permite mitigar o “problema de ação coletiva” entre os investidores, mantém-se o problema de agência, agora envolvendo controladores e minoritários.

Os investidores institucionais, por não possuírem, em geral, outros interesses na empresa a não ser a sua própria valorização, têm papel relevante a cumprir, mas a eficácia de sua atuação dependerá da solução de uma complexa equação: viabilizar os ganhos advindos do conhecimento específico do sócio estratégico no setor, sem que as relações entre esse sócio e a empresa (partes relacionadas) sejam prejudiciais à segunda.

Nesse contexto, o objetivo deste capítulo será identificar algumas situações envolvendo potencial expropriação por parte de controladores, nas quais grandes investidores institucionais foram capazes, ou não, de

assegurar a adequação dessas transações (tanto no que diz respeito ao preço pago quanto à qualidade do serviço/produto adquirido).

Como será observado, para evitar que os prejuízos sejam socializados com os demais sócios minoritários, o monitoramento adequado das relações desse sócio estratégico com a empresa pode ser importante, mas a sua eficácia dependerá de uma série de fatores.

Em primeiro lugar, o gestor do FP deve ter os incentivos adequados a agir, o que, conforme visto na seção 2.4, está associado à sua percepção de responsabilidade fiduciária em relação aos participantes do Fundo. O *enforcement* dessa responsabilidade, associado ao dever de agir/monitorar, pode ser induzido pela atuação do regulador (no caso, a Secretaria de Previdência Complementar – SPC, individualmente, ou em conjunto com o Conselho Monetário Nacional - CMN) ou por mecanismos de auto-regulação, aqui referidos como “governança interna”.

Adicionalmente, a equipe envolvida no monitoramento deve ter a qualificação necessária para identificar e propor mecanismos para mitigar o risco de expropriação, além de acesso a informação e ao processo de tomada de decisão.

Por fim, o FP deve dispor dos instrumentos necessários para fazer valer sua posição, o que pode ser reforçado pela legislação, atuação do órgão regulador e/ou do judiciário. Os casos apresentados a seguir trazem alguma evidência empírica a esse respeito e foram delineados com o intuito de: (i) identificar o problema de GC; (ii) relatar a ação e os instrumentos utilizados pelos acionistas; (iii) comparar o resultado esperado com aquele observado; (iv) avaliar os resultados obtidos, identificando as razões para sucesso ou não. Em algumas situações mais complexas, a análise foi precedida de uma abordagem da conjuntura e do setor em que a(s) empresa(s) se inserem. Para facilitar a análise, os casos foram agrupados segundo padrões de intervenção de GC, em três seções, a saber: casos de sucesso; casos de insucesso; *enforcement*.

Como referência para que passemos à apresentação dos casos, cabe registrar que, no Brasil, não são incomuns operações envolvendo

partes relacionadas, havendo, portanto, latente “conflito de interesses” envolvendo minoritários e controladores em companhias abertas.

Decisões recentes da CVM, tratadas no âmbito de alguns casos apresentados na seção 3.3 a seguir, apontam para divergências, entre os diretores do colegiado, quanto ao conceito de conflito de interesses e sua aplicação no contexto do parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das S.A.

A seção 2.2 abordou diversas interpretações sobre o referido artigo e, como veremos em todos os casos abordados ao longo deste capítulo, tanto seu *enforcement* propriamente dito, quanto a percepção dos agentes de mercado em relação à sua interpretação pela CVM, revestem-se de instrumento fundamental para a eficácia do ativismo no Brasil.

O posicionamento do órgão regulador do mercado de capitais estará permeando, em diversos momentos, o resultado das ações de GC empreendidas. Nos casos de sucesso, mesmo sem atuação explícita da CVM, o resultado só foi possível em função da percepção dos controladores quanto ao impedimento de voto nessas situações. Nesses casos, o exercício do direito de voto por parte dos controladores causou, ou poderia ter causado, perdas significativas para os acionistas minoritários e para a empresa como um todo.

Por fim, como veremos a seguir, a atuação *ex ante* de minoritários ativistas, de preferência com assento nos Conselhos de Administração, tem grande potencial de agregar valor, em termos de preço e qualidade.

3.1

Casos de sucesso

CASO 1 - Setor petroquímico: aquisição e incorporação, por parte da sociedade, de diversas empresas detidas pelos controladores.

Caracterização Geral

Trata o estudo de reestruturação que originou empresa de capital aberto (“Nova Empresa”), produtora integrada de petroquímicos básicos. A nova empresa sucedeu antiga central de matérias-primas (“Empresa

A”), a ela incorporando processos produtivos originalmente operados em unidades industriais juridicamente distintas.

Nesse processo de reorganização, confirmando algumas previsões dos modelos teóricos de GC, acionistas minoritários atuaram intensamente e tiveram a oportunidade de garantir à “Empresa A” a apropriação de parte (ou, ao menos, a não perda) de valor oriundo de potenciais sinergias envolvidas na operação de compra de ativos dos sócios, ou seja, de partes relacionadas da empresa.

Tal resultado deveu-se, basicamente, a três fatores: (i) interesse em exercer monitoramento e capacidade técnica da equipe designada pelos minoritários, dentre os quais, dois FP; (ii) existência de instrumento contratual (Memorando de Entendimentos) assinado entre minoritários e controladores, que permitiu implementar as medidas detectadas como relevantes pelo monitoramento; e (iii) interpretação das partes envolvidas na operação a respeito do artigo 115 da Lei das S.A., com abstenção de voto por parte dos controladores, tanto no CA quanto na Assembléia².

Vale notar que a conclusão da operação permitiu reduzir a probabilidade de futuros conflitos de interesse envolvendo operações de compra e venda de matérias-primas entre os sócios das empresas de primeira e segunda geração, pois os demais ativos dos controladores no setor seriam incorporados posteriormente à “Empresa A”, que passaria a congrega a totalidade dos interesses dos sócios na indústria petroquímica.

Objetivando referenciar o estudo na perspectiva das transformações da estrutura produtiva e de propriedade na indústria petroquímica brasileira, cumpre ressaltar que o surgimento da “Nova Empresa” apontou no sentido da concentração e integração

² A título de curiosidade, cabe mencionar que, não obstante o fato de os acionistas minoritários serem gestores de fundos de pensão ligados a empresas estatais, estes atuaram visando o melhor interesse das empresas investidas, ou seja, com independência em relação ao Governo Federal. É interessante notar que este último até mesmo solicitou aos fundos de pensão que agissem de forma a garantir a adequação da operação, independentemente dos interesses envolvidos. A presença de dois grandes grupos nacionais, ambos com forte influência política, corroborou para que houvesse maior independência de ação por parte dos FP.

(verticalização) de plantas de primeira e segunda geração³, cuja lógica, segundo os executivos da empresa, baseou-se em estratégia de criação e sustentação de vantagens competitivas de custos, ancoradas em sinergias operacionais (economias de escala e de escopo), financeiras e tributárias, principalmente.

O Problema de GC

Havia expectativa de transferência de controle da “Empresa A” em função de venda, em processo de leilão promovido pelo Banco Central, da participação acionária dos ativos de um banco em liquidação. À época, dois grupos estavam interessados no controle da referida empresa, ambos já integrantes do bloco de controle por meio de acordo de acionistas e controladores de empresas de segunda geração operando no pólo (e, portanto, dependentes dos insumos produzidos pela “Empresa A”).

Um dos grupos interessados no leilão (“grupo X”) solicitou financiamento de consórcio de bancos, o qual impôs como condicionante a aprovação prévia da operação por parte do Conselho de Administração da Empresa A para que fosse efetuada futura integração à mesma (mediante incorporações e aquisições) dos novos ativos petroquímicos de seus controladores (vencedores do leilão) visando à criação de uma nova empresa, com fundamento na reversão de restrições competitivas e na agregação valor para os acionistas (controladores e minoritários).

A alternativa seria a compra, pelo grupo concorrente, dos ativos oriundos do leilão. Nesse caso, a Empresa A, provavelmente, teria uma reestruturação voltada para a compra a *posteriori* dos ativos do banco e,

³ Entende-se por petroquímicos de primeira geração as matérias-primas (petroquímicos básicos, a exemplo do eteno e propeno) utilizadas na fabricação dos petroquímicos de segunda geração (petroquímicos intermediários, como solventes, filmes, borrachas e termoplásticos - polietileno, polipropileno e PVC). Essas duas linhas de produtos, por razões de eficiência produtiva, situam-se na mesma microlocalização geoeconômica (pólo petroquímico). Já os produtos de terceira geração (pneus, solados, fitas, embalagens, sacos, aditivos) têm sua lógica locacional polarizada pelos centros industriais transformadores próximos à cadeia produtiva e mercados de bens finais de consumo e de capital.

em uma segunda etapa, dos ativos operacionais desse outro grupo (“grupo Y”). Nesse caso, como o grupo Y havia recebido financiamento do BNDES, não seria necessário financiamento bancário para viabilizar sua participação no leilão.

Tendo em vista o entendimento das partes envolvidas (os grupos X e Y e Bacen, este representando a massa falida do banco), de que aquele que estivesse propondo a compra de seus ativos (ou vendendo, no caso do Bacen) estaria conflitado (art. 115, da Lei da SA) e, portanto, não poderia votar na reunião do CA, os minoritários passaram a ser os fiéis da balança na operação.

Nesse contexto, esses grandes acionistas minoritários conseguiram negociar *ex-ante* diversos mecanismos que lhes permitiram poder de controle em situações de potencial conflito pós operação, quando não mais teriam o mesmo poder de influenciar os rumos da empresa.

A Estratégia de GC

- **Visão Geral da Estratégia**

Tendo em vista a perspectiva de mudança de controle da empresa A e o poder temporário que os minoritários com representantes no Conselho de Administração adquiriram, estes negociaram a celebração de Memorando de Entendimentos, também chamado de MOU (*Memorandum of Understanding*) pré-leilão, com os dois grupos que viriam a participar do leilão de alienação das participações do banco no Pólo. Por este memorando, os acionistas minoritários comprometiam-se a anuir com a incorporação à empresa A, pós-leilão, de ativos operacionais do vencedor do leilão (e também controlador da empresa A) que gerassem sinergias e, portanto, criassem valor para os acionistas, mediante a observância de determinadas condições.

É importante notar que a análise feita pelos investidores institucionais não contemplou outras dimensões da operação, como

impactos na estrutura concorrencial do setor em função da integração vertical no pólo. A única preocupação da atuação dos FP foi com preservação de valor de seus ativos (no caso, a empresa A) qualquer que fosse o resultado do leilão do Bacen.

Considerando-se que o resultado do leilão seria uma variável exógena, os FP procuraram apenas se precaver, com garantias contratuais, de potencial expropriação após a operação, quando não mais seriam o fiel da balança. Esses dispositivos contratuais foram concebidos no intuito de limitar o poder dos futuros controladores da companhia e garantir que a implementação do plano de reestruturação acordado pré-leilão se desse com o máximo de alinhamento de interesses (e com mínima expropriação, portanto) com os direitos de propriedade de fluxos de caixa de titularidade dos minoritários.

Tal como previsto no MOU previamente assinado entre controladores e minoritários, foi contratado avaliador independente (banco de investimento de primeira linha escolhido de comum acordo) para avaliar tanto as empresas a serem adquiridas quanto a própria sociedade, a fim de definir relação de troca justa para efeitos de incorporação.

Tendo em vista o receio de que as empresas adquiridas acarretassem endividamento excessivo para a companhia, o MOU também garantiu, *ex ante*, direito de veto aos minoritários, associado a *covenants* financeiros pactuados.

O avaliador contratado utilizou informações fornecidas pela empresa e pelas companhias a serem adquiridas, e pelos seus acionistas (incluindo dados operacionais e financeiros), demonstrações financeiras auditadas e informações públicas.

Em função do escopo contratado, o avaliador não realizou auditoria sobre as demonstrações financeiras, nem auditoria técnica das operações das companhias avaliadas.

A avaliação independente incorporou informações obtidas de relatórios sobre as contingências fiscais, trabalhistas e outras, preparados por escritórios de advocacia contratados pela companhia, cabendo a esses escritórios avaliar as probabilidades e os valores das contingências.

As várias metodologias usadas na avaliação de algumas das empresas envolvidas incluíram: análise da informação operacional e financeira das empresas; análise de múltiplos de mercado; análise de transações de fusões e aquisições na indústria petroquímica; análise de custo de reposição; e uma análise de fluxos de caixa descontados.

As avaliações foram feitas, em geral, considerando-se cada empresa avaliada como uma operação independente (*STAND ALONE*) sem incluir nenhum benefício tributário ou operacional (sinergias) da possível futura incorporação dos ativos.

Os acionistas minoritários (com apoio de um banco e dois escritórios de advocacia), realizaram cuidadoso estudo das premissas e das informações utilizadas pelo avaliador, sendo que, dos diversos questionamentos levantados, alguns restaram como foco de exaustivas discussões, cabendo mencionar:

- taxa de utilização da capacidade instalada das plantas;
- projeções de custos de matérias primas e outros insumos;
- expectativa de crescimento do mercado para principais produtos;
- previsão de ampliação de capacidade em algumas plantas;
- *capex* de manutenção;
- *mix* de vendas;
- custo da dívida das empresas;
- estimativas de contingências e superveniências fiscais, trabalhistas

- **Detalhamento da Estratégia de Criação de Valor com GC**

No intuito de ilustrar a importância de qualificação técnica da equipe dos FP responsáveis pelo monitoramento para garantir a preservação do valor passível de ser criado com a reestruturação proposta pelos controladores no processo de incorporação de ativos destes últimos a uma “Nova Empresa”, que sucederia a “Empresa A”, julgamos pertinente realçar essa intervenção, detalhando, a seguir, a visão geral da estratégia enunciada na subseção anterior.

Recapitulando, a “Nova Empresa” foi formalmente constituída em agosto de 2002, sucedendo a antiga “Empresa A”, central de matérias-primas, a ela incorporando processos produtivos originalmente operados em unidades industriais juridicamente distintas, situadas a jusante na cadeia produtiva setorial⁴, conforme dispunha a complexa estrutura de participações societárias característica da configuração original do modelo petroquímico brasileiro.

Para tal, como já mencionado, e no intuito de proteger os acionistas minoritários da companhia neste processo, os grandes minoritários propuseram, como já comentado, a assinatura de um Memorando de Entendimentos (MOU) com ambos os grupos concorrentes, visando a se certificar, *ex ante*, de sua efetiva apropriação do valor dos ativos e das sinergias operacionais e fiscais associadas ao processo de integração, posteriormente ao leilão⁵.

As incorporações, conforme previsto em Protocolo de Justificação da Operação de Incorporação, foram concebidas para se dar mediante troca de ações dos Ativos dos controladores (a serem incorporados) por novas ações emitidas pela “Nova Empresa”, com base nos laudos de

⁴ Na verdade, em conjunto com as restrições financeiras do sócio estatal, a racionalidade econômica para a reestruturação produtiva e societária da indústria petroquímica brasileira na última década está, justamente, nas perdas de competitividade e nas ineficiências operacionais associadas, exatamente, à estrutura original de propriedade e controle das empresas de primeira e de segunda geração. Nesse processo de reorganização, confirmando algumas previsões dos modelos teóricos de GC, os acionistas minoritários tiveram a oportunidade de, com base em instrumentos societários de ordem contratual (Memorando de Entendimentos), bem como pela aplicação de dispositivos de proteção legal (artigo 115 da Lei das S.A.), se apropriar de parte do valor possível de ser criado com as sinergias a serem obtidas, simultaneamente à eliminação de potenciais conflitos de interesse – dos quais poderiam resultar perdas para os minoritários - entre os sócios das empresas de primeira e segunda geração (ex: compra e venda de matérias-primas).

⁵ Trata-se aqui do poder de grandes minoritários encaminharem o problema da ação coletiva (Cf. Becht et al., op. cit), simultaneamente, no caso, a uma interpretação que lhes foi favorável, da parte dos majoritários, do dispositivo constante no artigo 115, Parágrafo 1º da Lei das S.A., que trata do problema de conflito de interesses e abuso de poder de controle nas transações comerciais que envolvam ativos de propriedade de partes relacionadas. Nesses casos, o exercício do direito de voto por parte dos controladores viola as boas práticas de Governança Corporativa e pode causar perdas significativas para os acionistas minoritários. A atuação *ex ante* de minoritários ativistas, de preferência com assento nos CAs, tem grande potencial de agregar valor, em termos de preço e qualidade.

avaliação econômica das empresas envolvidas, elaborados por banco de investimento de primeira linha.

Nos termos do Memorando de Entendimentos, o *valuation* foi desenvolvido por avaliador independente, escolhido pelos grandes minoritários, a partir de uma lista de cinco bancos de primeira linha indicados pelo grupo vencedor do leilão. A instituição escolhida foi o “Banco Z”⁶.

A mesma regra foi aplicada aos procedimentos para a futura incorporação dos ativos de 2ª geração dos controladores da “Empresa A”.

Foi incluída, no Memorando, uma cláusula de ressarcimento do grupo vencedor à “Empresa A”, caso o valor dos ativos operacionais encontrado pelo banco escolhido fosse inferior ao pago pela “Empresa A”.

Foram definidos, ainda, *ex ante*, direitos de veto associados a *covenants* financeiros bastante restritivos com o objetivo de evitar uma alavancagem financeira excessiva da “Empresa A”, tendo sido os limites para os indicadores financeiros baseados nos índices históricos das empresas do setor.⁷

Do ponto de vista da governança corporativa, os minoritários estabeleceram a necessidade de que fossem realizadas Reuniões Prévias para o exercício de poder de veto, vinculando-se os votos das partes em

⁶ Um dos grandes minoritários, grande fundo de pensão, teve papel decisivo nesta equação, em função de dispor de um quadro de profissionais com *expertise* diferenciada em avaliação de empresas e reestruturações societárias. Esse grupo de técnicos empreendeu, anteriormente à contratação de um avaliador externo pela “Empresa A”, um estudo da criação de valor e das sinergias passíveis de serem obtidas com a reestruturação então em vista. Os valores encontrados na avaliação dos ativos foram estimados tomando como base a taxa de desconto calculada pela equipe. Como conclusão, além de uma referência consistente para os valores relativos às fases e alternativas do processo de incorporação de ativos dos controladores, recomendou-se a estes a contratação de um *advisor*, com experiência comprovada, para fazer uma análise detalhada do valor justo das empresas a serem incorporadas (dívida e/ou ações) e dos ganhos de sinergia.

O modelo preliminar não contemplou ganhos de sinergias operacionais nem comerciais, uma vez que para tal seria necessária a realização de *due diligence*. Novamente, considerou-se adequada a contratação de um *advisor* para fazer uma análise detalhada de todos os possíveis ganhos de sinergia, na seguinte linha de ação sugerida: valor de incorporação dos ativos = valor justo das participações + valor presente dos ganhos de sinergia (a ser arbitrado por banco ou consultoria a ser contratada).

⁷Foram os seguintes os *covenants* regulados pelo Memorando; (i) máximo para a relação Dívida Líquida/EBITDA; e (ii) mínimos para as relações EBITDA/Juros Totais e EBITDA/(Juros + Amortizações).

AGEs e Reuniões de Conselho de Administração (RCAs) às decisões tomadas nestas reuniões.

Também no capítulo da governança, estabeleceu-se, no Memorando pré-leilão, o direito de *tag along* para os acionistas minoritários, assim como políticas em relação à composição profissionalizada da Diretoria da “Empresa A”, à distribuição de resultados e à comercialização de matérias-primas em bases competitivas.

Visando a proteger o interesse dos minoritários da “Empresa A” e devido às grandes diferenças encontradas para o valor dos ativos dos controladores, relativamente à avaliação originalmente fornecida pelo grupo controlador, o “Banco W” foi contratado para arbitrar o real valor dos ativos propostos para incorporação, para posterior aprovação pelo Conselho de Administração da companhia.

O “Banco W” chegou a um valor justo para os ativos cerca de R\$ 600 milhões superior ao que foi pago pela Empresa A, o que justificou uma análise detalhada e questionamentos dos minoritários quanto às premissas e parâmetros do *valuation*, destacando-se o custo de capital próprio (Ke), a alíquota do Imposto de Renda, o cálculo da perpetuidade e o preço do eteno das empresas de 2ª geração.

O impacto global das mudanças foi o da redução de R\$ 400 milhões no preço justo. O relatório final desta avaliação foi enviado ao Conselho de Administração da “Empresa A” e as alterações defendidas pelos grandes minoritários foram aprovadas.

Em julho de 2002, o Conselho de Administração da “Empresa A” convocou Assembléia Geral Extraordinária, realizada em 16 de agosto de 2002, a qual deliberou:

- (i) a incorporação, pela “Empresa A”, dos ativos químicos e petroquímicos de propriedade dos controladores;
- (ii) a alteração da denominação social de “Empresa A” para “Nova Empresa”; e

- (iii) a alteração do seu estatuto social para assegurar a todos os acionistas detentores de ações ordinárias e preferenciais o direito de venda conjunta (*tag along*) de suas ações nas mesmas condições do acionista controlador, na hipótese de alienação do controle da mesma.

A nova configuração societária, resumida acima, resultou de uma seqüência de ações e eventos corporativos que abordaremos seguir.

Em julho de 2001, os controladores da “Empresa A” tornaram pública a sua decisão de criar uma empresa integrada (a “Nova Empresa”), com posição de liderança no mercado de termoplásticos da América Latina.

Os principais compromissos assumidos pelos controladores foram:

- Integração de seus ativos operacionais à “Empresa A”, com o fim de agregar escala de produção, capturar sinergias, criar valor para todos os acionistas das empresas envolvidas e eliminar potenciais conflitos de interesses entre os sócios das empresas de primeira e segunda geração;
- Avaliação independente, por banco de investimentos de primeira linha, dos ativos a serem integrados à Companhia;
- Adoção de modernos princípios de governança corporativa e enquadramento, na maior brevidade possível, no segmento nível 1 de governança corporativa do Novo Mercado da BOVESPA;
- Alteração do estatuto social da companhia para assegurar a todos os acionistas da Companhia, detentores de ações ordinárias e preferenciais o direito de venda conjunta (*tag along*) de suas respectivas participações acionárias nas mesmas condições do acionista controlador, na hipótese de alienação do controle da Companhia , sendo certo que este direito iria além dos requisitos

necessários para enquadramento no nível 2 de governança corporativa da BOVESPA e da Lei nº 6.404/76, conforme alterada pela Lei nº 10.303/2001; e

- Adoção pela Companhia de uma política de divulgação de informações coerente com as melhores práticas de governança corporativa.

Em outubro de 2001 foi estabelecido um contrato entre a “Empresa A” e o “Banco Y” para proceder à avaliação dos ativos pertencentes aos controladores da Companhia. O “Banco Y” foi aprovado em RCA por todos os Conselheiros.

As avaliações foram efetuadas, por empresa, de forma independente (*stand alone*), sem incluir nenhum benefício tributário ou operacional da futura incorporação dos ativos.

Para conclusão do trabalho de avaliação, o “Banco Y” utilizou como base, dentre outras fontes, as demonstrações financeiras da própria “Empresa A”, de empresas de segunda geração do pólo, de outras centrais de matérias primas operando no país e também informações públicas sobre o setor de atuação das companhias, além de previsões de preços das resinas fornecidas por consultorias internacionais

O “Banco Y” não assumiu responsabilidade sobre as informações fornecidas, não realizou auditoria sobre as demonstrações financeiras e tampouco realizou auditoria técnica das operações das companhias avaliadas.

As partes envolvidas no processo questionaram diversas premissas adotadas pelo “Banco Y” nas avaliações. As empresas avaliadas apresentaram aos acionistas minoritários respostas para os questionamentos levantados pelas partes envolvidas.

Para determinados questionamentos, como não houve esclarecimento, foram acordados valores intermediários entre os valores utilizados pelo banco e os propostos pelos acionistas minoritários,

viabilizando a conclusão do processo. Os principais pontos acordados estão descritos abaixo⁸:

- Mercados: taxa de crescimento, taxa de utilização de capacidade e mix de vendas;
- Preço do Nafta de ARA, que foi considerado baixo, tendo em vista o preço da nafta praticado pela Petrobras;
- Custos de energia elétrica para suprimento de um determinado ativo operacional/empresa a ser incorporado. Considerou-se o custo baixo, pois entendeu-se que o valor justo deveria refletir o preço ao final do contrato com a Chesf (2003);
- Não considerar isenção de contribuição social na perpetuidade em um dos ativos operacionais de propriedade dos controladores. Para os advogados, que assessoraram os acionistas minoritários, seria incoerente assumir que este ativo ficaria isento da CSSL na perpetuidade;
- Tecnologia da planta soda-cloro de outra potencial incorporada/ampliação. A ampliação da planta de soda-cloro foi questionada, em função de problemas ambientais que vêm ocorrendo com a utilização desta tecnologia de produção;
- Reativação da Unidade Slurry de empresa a ser incorporada e expansão da unidade Bulk. A planta Slurry possuía tecnologia ultrapassada e estava desativada há alguns anos;
- Margens de serviço de potenciais incorporadas;
- Contingências e superveniências.

Com os valores econômicos obtidos inicialmente para as empresas avaliadas pelo “Banco Y”, um dos minoritários sofreria, por exemplo, uma

⁸ Os acionistas minoritários (com apoio de um banco e dois escritórios de advocacia), realizaram cuidadoso estudo das premissas e das informações utilizadas pelo avaliador, sendo que, dos diversos questionamentos levantados, 21 restaram como foco de exaustivas discussões.

diluição de 58,76% de sua participação, passando a deter 2,36% do capital ordinário e 0,85% do capital total.

Com os novos valores econômicos obtidos, após as negociações de premissas entre as partes envolvidas, a diluição da participação deste minoritário na “Empresa A” passou a ser de 47,91%, passando a deter 2,98% do capital votante e 1,07% do capital total.

Vale ressaltar que a participação deste minoritário antes da incorporação dos ativos era de 5,72% das ações ordinárias e 2,06% do capital total.

Como conquistas adicionais dos minoritários, destacam-se:

- (i) o reconhecimento, pelos controladores, do poder de veto dos minoritários, pela validação dos *covenants* pactuados no Memorando de Entendimentos;
- (ii) a instituição de um Contrato de Indenização à “Nova Empresa” de passivos ocultos (ambientais, trabalhistas, tributários, entre outros), pelo grupo controlador, com duração de cinco anos; e
- (iii) Postergação da AGE caso os gravames dos ativos operacionais de empresas potencialmente incorporáveis dos controladores não fossem desonerados em operação que estava sendo estruturada junto ao BNDES.

Resultado Final

Depois de intensas negociações, entre controladores e minoritários, foi possível obter revisão de vários pontos da avaliação, tanto técnicos quanto legais, que resultaram em redução, entre a avaliação original e a final, de quase US\$ 400 milhões, o que implicou diluição menor dos minoritários no capital da empresa após as incorporações (em torno de 10 pontos percentuais).

Além disso, os minoritários obtiveram o reconhecimento e a assinatura, por parte dos vendedores, de contrato de indenização de passivos ocultos (ambientais, trabalhistas, tributários etc) com duração de 5 anos.

É importante ressaltar que tal resultado não teria sido possível caso os controladores tivessem interpretação diferente a respeito do previsto no parágrafo primeiro da Lei das SA. Como já mencionado anteriormente, transações comerciais envolvendo ativos de propriedade de partes relacionadas têm forte potencial de expropriação dos minoritários.

Nesses casos, que envolvem potencial conflito de interesses e abuso de poder de controle, o exercício do direito de voto por parte dos controladores viola as boas práticas de Governança Corporativa e pode causar perdas significativas para os acionistas minoritários. Como pode ser observado, a atuação *ex ante* de minoritários ativistas, de preferência com assento nos Conselhos de Administração, têm grande potencial de agregar valor, em termos de preço e qualidade.

Gráfico 1 – Evolução Comparativa de Ações Preferenciais e Ibovespa



Fonte dos dados primários: Economática, março/2004.

Ao comparar-se o desempenho das ações preferenciais da empresa petroquímica com a evolução do índice Bovespa (Gráfico 1), tendo em vista que os eventos societários aqui discutidos ocorreram, com maior significância, entre julho de 2001 e agosto de 2002, poder-se-ia atribuir o desempenho diferenciado de nosso caso às ações de GC.

Contudo, uma análise mais atenta dos relatórios da administração nos permite apontar, com precisão, que o mercado, na verdade, atribuiu valor à maior geração operacional de caixa (conceito EBITDA) associada, fundamentalmente, à recuperação dos preços dos produtos petroquímicos no período⁹.

Ou seja, observa-se que os preços de mercado não refletem os ganhos de valor obtidos com as intervenções de GC dos minoritários, embora esses ganhos tenham sido agregados ao valor da empresa se considerarmos seu valor com base no FCD.

Conforme abordaremos no capítulo conclusivo, e fazendo referência ao que discutimos na seção 2.1 acerca de assimetria de informações, os preços de mercado podem não capturar toda a informação sobre o valor da empresa, pelo simples fato de que, mais uma vez, a sinergia possível de obtenção numa reestruturação societária/aquisição de ativos não ser transparente para aqueles que não estão diretamente envolvidos na operação.

Em suma, o mercado não tem como precificar o que se deixou de gastar (o valor que não foi destruído), a menos que haja um *signalling* neste sentido. O processo de seleção adversa correspondente a essa não sinalização de valor criado é, exatamente, a não tradução deste último nos preços das ações da firma.

Caso 2 - Setor de telecomunicações: tentativa do acionista majoritário de encaminhar, para aprovação da AGE, contrato de prestação de serviços e transferência de tecnologia (TSA - *technical service agreement*) tal como previsto no Edital de Privatização.

Devido às características do edital que respaldou a privatização das empresas de telefonia, a proposta de contrato de prestação de serviços por parte do sócio estratégico (operacional) deveria ser enviada para aprovação prévia em AGE. Adicionalmente, conforme AA assinado

⁹ Relatório Anual 2002. “Nova Empresa”.

entre os membros do bloco de controle, a matéria também deveria ser objeto de aprovação em reunião prévia à Assembléia.

Neste caso, o sócio estratégico se considerou impedido, o que, novamente colocou os FP como fiéis da balança, dado-lhes o poder de vetar a operação. Assim, no intuito de subsidiar sua formação de juízo, a equipe técnica dos fundos de pensão envolvidos fez ampla análise dos *benchmarks* em outros países nos quais se permite observa a prática de cobrança de TSA.

Como resultado, observou-se que: (i) esse tipo de contrato só era praticado em privatizações do setor de telecomunicações em países não desenvolvidos da América Latina, Europa Oriental e Ásia; e (ii) a proposta de taxa de remuneração do TSA (percentual de 2% sobre a receita) era muito elevada, especialmente quando comparada ao EBITDA e ao comportamento do preço da ação em bolsa.

Concluiu-se que a proposta era muito desfavorável à companhia, especialmente por estar excessivamente baseada em percentual da receita e não do resultado. Nesse contexto, por duas vezes os fundos de pensão, em reunião prévia, vetaram o envio da proposta à AGE, que até hoje não foi submetida à Assembléia.

Essa medida permitiu à empresa economia de cerca de R\$ 20 milhões ao ano, perfazendo um total de R\$ 100 milhões no período de 1999 a 2003.

Procedimento idêntico foi adotado em outras três empresas de telecomunicações que, por possuírem estruturas acionárias semelhantes, haviam proposto contratar o mesmo serviço. O resultado para essas empresas foi semelhante em termos de redução dos custos associados à operação.

Caso 3 - Setor de energia elétrica: aquisições por parte da sociedade de empresa detida pelos controladores.

Visando maior alinhamento de interesses, grupo controlador propôs à sociedade realizar duas aquisições de empresas (X e Y) de sua propriedade e também atuantes no setor de energia elétrica.

No Conselho de Administração da sociedade, os conselheiros representantes dos controladores se declararam conflitados e, portanto, os administradores da empresa passaram a tratar o assunto apenas com os conselheiros eleitos por minoritários, ou seja, dos FP. Considerou-se, portanto, impedimento de voto em situação envolvendo conflito de interesses (ou interesse particular), conforme previsto no parágrafo 1 do artigo 115 da Lei das SA.

Caso Empresa X (distribuição)

- (i) Diretores apresentaram avaliação realizada por banco contratado pela companhia;
- (ii) Sócios minoritários criticaram avaliação e reformataram modelo adotando premissas mais conservadas para prêmio de risco soberano;
- (iii) Novas premissas se basearam em cenários elaborados por consultor independente de “notório saber”, aprovado pela totalidade dos sócios.

Como resultado, o preço de compra, calculado pelo FCD, foi reduzido, o que implicou economia de cerca de R\$ 98 milhões para a empresa compradora.

Caso Empresa Y (geração)

Problema similar ao anterior, ou seja: os controladores propuseram à sociedade nova compra de empresa por eles controlada e se

declararam impedidos de votar na reunião de CA para tratar do tema. A primeira análise apresentada pelo banco contratado pelos executivos da empresa foi considerada superavaliada pelos Fundos de Pensão envolvidos no processo, que contrataram avaliação independente e procederam a ampla revisão das premissas utilizadas.

As principais discordâncias e revisões foram: (i) fator X, ou seja, houve aumento na projeção do percentual (definido pelo órgão regulador) de ganho de produtividade a ser observado na empresa adquirida, reduzindo, portanto, o potencial aumento de tarifa (receitas futuras) a ser aprovado e, conseqüentemente, o valor da empresa; (ii) crescimento do consumo de energia na região da empresa; e (iii) redução do ganho com *self-dealing*.

Como resultado, o preço de compra, baseado no FCD, foi reduzido, o que implicou economia de cerca de R\$ 67 milhões para a empresa compradora.

O Gráfico 2, a seguir, apresenta a evolução comparativa das ações PN da Cia. Geradora relativamente à Bovespa. Da mesma forma que no Caso 1, a despeito da evolução dos preços das PN ter sido, no período retratado (considerando que os eventos societários aqui discutidos transcorreram no final de 2001), superior à observada no índice Bovespa, não podemos afirmar, com base nesse estudo qualitativo, que essa dinâmica tenha sido resultante das ações de GC empreendidas com sucesso. Embora também não possamos refutar a hipótese de que valor foi criado no processo.

Novamente, temos aqui uma assimetria de informações, na medida em que não há como se atestar a transferência, para o mercado (ou seja, para o preço da ação), de toda a informação relevante sobre a empresa. As cotações verificadas nos negócios em bolsa de valores poderão estar refletindo outros *drivers* de valor, a exemplo de aspectos tarifários e regulatórios, embora não possamos descartar que, em alguma medida não mensurável, já que não conseguimos, nesse nível de análise, isolar sua contribuição, as ações de GC tenham, de fato, influído, em algum

grau (pelo menos, em tese, não atuaram negativamente) para a dinâmica observada.

Gráfico 2 – Evolução Comparativa de Ações Preferenciais e Ibovespa



Fonte dos dados primários: Economática, março/2004

Caso 4 - Setor de telecomunicações: os serviços WAP (*wireless application protocol*), fornecidos por parte relacionada, foram oferecidos por 4 companhias de telefonia móvel com estrutura societária semelhante.

Trata-se de contrato de prestação de serviços WAP (*Wireless Application Protocol*), a serem fornecidos por empresa integralmente controlada por sócios da potencial cliente (e, portanto, operação entre partes relacionadas). Tais serviços foram oferecidos a quatro companhias de telefonia móvel com estrutura societária semelhante.

O caso insere-se, portanto, tendo-se como referência a estrutura conceitual discutida nos capítulos anteriores, dentro do modelo analítico de conflitos de interesse entre controlador e companhia/minoritários, resultante de contrato com partes relacionadas.

Neste caso específico, havia a complicação adicional de o tipo de serviço oferecido envolver tecnologia que poucos conheciam e dominavam, tornando difícil para os analistas entenderem as

características do produto, se existiam outros produtos alternativos, se havia similaridades ou substituíbilidades, etc¹⁰.

O assunto foi tratado nos CAs das empresas e os controladores sócios da empresa prestadora de serviços se declararam impedidos. Assim, em função da interpretação das partes envolvidas a respeito do parágrafo 1 da Lei das SA, apenas os conselheiros “não conflitados” poderiam votar e, portanto os representantes dos FP passaram a ter poder de veto na operação.

Assim, os conselheiros indicados pelos FP estudaram os detalhes técnicos da proposta, comparando com alternativas no mercado e detalhando as questões tecnológicas, inclusive, o próprio modelo proposto que contemplava a contratação dos referidos serviços em oposição ao desenvolvimento interno (“*in house*”).

Dentre as questões consideradas, especial ênfase foi dada a: custos operacionais envolvidos na operação; manutenção de informações estratégicas relacionadas aos clientes (valor agregado); e alto potencial para outras fontes de receitas derivadas da internet. Por fim, os conselheiros conseguiram avaliar a proposta à luz de alternativas de mercado e conseguiram, após longa negociação, obter expressivos ganhos.

Dada a complexidade da operação e das fórmulas definidas para remuneração da proposta, a comparação entre a proposta inicial e aquela obtida após intervenção dos conselheiros representantes dos minoritários é apresentada a seguir de forma esquemática:

¹⁰ Dentre os cuidados necessários na avaliação de uma operação com estas características estão: (i) entendimento de que tipo de produto e serviço será fornecido, considerando que novas tecnologias são de compreensão mais restrita; (b) identificação no mercado de produtos concorrentes/substitutos; (c) identificação de vantagens e desvantagens comparativas da tecnologia e de suas concorrentes (custo, diferenciação); e (d) formulação de premissas realistas para a evolução do mercado e custos para o novo produto/tecnologia.

Proposta Inicial

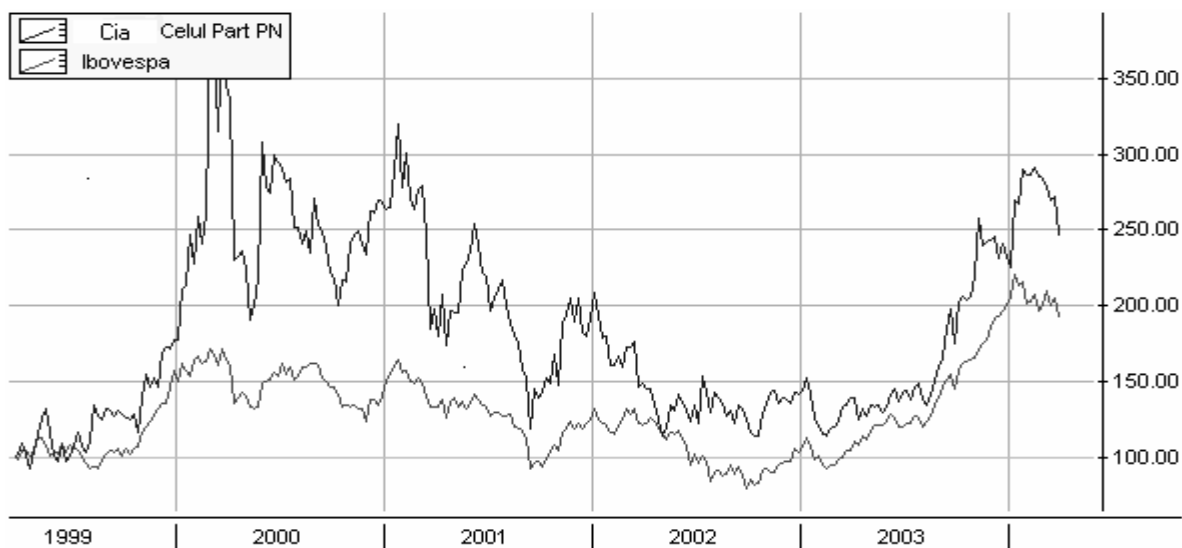
- (i) um contrato para cada operadora de telefonia celular, não considerando sinergias entre empresas;
- (ii) diferentes condições para cada sociedade de telecom;
- (iii) alto percentual de receitas transferidas para a empresa prestadora de serviços;
- (iv) inexistência de garantias relativas à base de dados dos proprietários (clientes).

Proposta final

- (i) uma proposta comum para as quatro operadoras com economia de escala relacionada ao custo por cliente;
- (ii) mesmas (e melhores) condições para todas as companhias;
- (iii) maior percentual de receitas passou a permanecer nas telecom;
- (iv) garantia de base de dados do proprietário incluída;

Como resultado, houve ganho significativo na qualidade dos serviços prestados e ligeira redução de custos, para cada uma das empresas, da ordem de R\$ 2.6 milhões no 1º ano, sendo que havia previsão crescente de custos ao longo da vigência do contrato.

Os Gráficos 3 e 4 a seguir apresentam a evolução das cotações das ações PN de duas operadoras de telefonia móvel envolvidas com o projeto WAP aqui discutido. Da mesma forma que nos Casos 1 e 3, não podemos afirmar que as ações de GC empreendidas (ocorridas no final de 2000) estejam refletidas nos preços dessas empresas, seja pela magnitude da operação relativamente à escala de operações das empresas, seja pela prevalência de outros *drivers* de valor a exemplo de aspectos tarifários, concorrenciais e de regulação.

Gráfico 3 – Evolução Comparativa de Ações Preferenciais e Ibovespa

Fonte dos dados primários: Economática, março/2004.

Gráfico 4 – Evolução Comparativa de Ações Preferenciais e Ibovespa

Fonte dos dados primários: Economática, março/2004.

3.2

Casos de insucesso

Caso 1: Setor Siderúrgico - tentativa do acionista majoritário de encaminhar, para aprovação em AGE, proposta de aquisição de empresa pertencente ao mesmo grupo familiar.

Caracterização Geral

EMPRESA A (empresa adquirente)

A “empresa A” produz produtos planos a partir do aço carbono, incluindo placas¹¹, bobinas e chapas laminadas a quente¹², bobinas e chapas laminadas a frio¹³, bobinas e chapas galvanizadas¹⁴ e folhas metálicas¹⁵, voltados para aplicações nos segmentos automotivo, construção civil, embalagem e linha branca.

¹¹ Placas são produtos semi-acabados utilizados para produção de bobinas e chapas laminadas a quente, laminadas a frio ou revestidas.

¹² Produtos Laminados a Quente consistem de bobinas e chapas de bitola pesada, laminadas a quente, e bobinas e chapas laminadas a quente de bitola leve. A chapa de aço de bitola pesada é utilizada para fabricar peças de automóveis, canos, construção mecânica e outros produtos. As bobinas e chapas de bitola leve são utilizadas para canos e tubulações soldados, peças para automóveis, botijões de gás perfis leves e canais.

¹³ Produtos Laminados a Frio consistem de bobinas e chapas laminadas a frio. Os laminados a frio têm qualidade melhor e superfície mais uniforme do que os laminados a quente. Os laminados a frio são utilizados em carrocerias de automóveis, perfis leves e aparelhos domésticos, servindo também de base para os produtos galvanizados e estanhados.

¹⁴ Produtos Galvanizados referem-se a aços laminados planos que são revestidos com zinco aplicado. A galvanização é um processo eficaz e de baixo custo utilizado para proteger o aço contra a corrosão. O valor adicionado proveniente do processo de galvanização permite à empresa A atribuir um preço com maior margem de lucro. Os produtos galvanizados são altamente versáteis, sendo utilizados para fabricar produtos, tais como carrocerias para automóveis, caminhões e ônibus e painéis de automóveis; dutos e peças para sistemas de ventilação; bueiros, latas de lixo; tanques de armazenamento, recipientes para grãos e equipamentos agrícolas; painéis em geral, telhados e laterais de prédios industriais, sarjetas e calhas, gabinetes, dispositivos domésticos.

¹⁵ Folhas Metálicas: consistem de bobinas ou folhas laminadas planas, de aço de baixo carbono, que são revestidas de estanho ou de cromo. O valor adicionado proveniente do processo de revestimento permite à empresa A obter a mais alta margem de lucro entre seus produtos. Existem 3 tipos principais de produtos estanhados, produzidos pela empresa A: (i) folha de flandres (chapa estanhada), (ii) aço livre de estanho (iii) aço com revestimento baixo de estanho. Estes produtos estanhados são utilizados primordialmente para a fabricação de latas e outros recipientes. A empresa A é um dos maiores fabricantes de produtos estanhados no mundo, e o único produtor de produtos estanhados revestidos no Brasil.

A empresa A é uma empresa aberta, com a seguinte composição acionária¹⁶: empresa X (100% controlada por duas famílias) - 46,48%; Fundo de Pensão da empresa A – 3,63%; ADR (*American Depositary Receipts*) – 15,04%; Outros – 34,85%.

Empresa B (empresa adquirida)

A empresa B, fundada em 1996 por uma das famílias que controla a empresa X, atua no segmento de aços planos revestidos, sendo a única produtora de latas de duas peças no Brasil, com aproximadamente 40% do mercado de embalagens de bebidas nas regiões Norte e Nordeste. Localizada no Ceará, vem se consolidando como a principal fornecedora de embalagens em aço para bebidas para o Nordeste.

Em julho de 1998, a empresa B fez acordo de tecnologia com uma empresa, líder mundial na tecnologia de fabricação de latas de aço de duas peças¹⁷, o que lhe permitiu o acesso a moderno centro de pesquisa e desenvolvimento de tecnologia em Bonn, na Alemanha.

Com capacidade de produção de aproximadamente 1 bilhão de latas de aço/ano (2.400 latas/minuto) e 1,6 bilhão de tampas de alumínio/ano (3.600 unidades/minuto), o processo de fabricação permite a produção de uma lata comparável ao alumínio e superior em vários aspectos. É um processo que utiliza tecnologia de ponta, totalmente automatizado, caracterizando-se pela alta velocidade de produção, redução progressiva de peso da embalagem e aparência moderna em função de sofisticados equipamentos de decoração.

A embalagem metálica de duas peças, para bebidas carbonatadas ou não, tem uma presença marcante nos mercados de embalagens mundiais, com crescentes volumes sendo comercializados, principalmente nos países em desenvolvimento.

¹⁶ Dados de 30 de dezembro de 2003. Fonte: site da empresa.

¹⁷ A lata de duas peças tem este nome pela sua apresentação em corpo único, ou seja, de uma peça única de metal molda-se o corpo da lata sem a presença de soldas ou junções. A lata é, portanto, formada por um corpo único e a tampa, ou seja, duas peças.

Caracterização do Problema de GC

Em 2002, o acionista majoritário da empresa A propôs adquirir 100% das ações da empresa B, empresa pertencente ao mesmo grupo familiar, por R\$108,5 milhões. A transação, encaminhada para aprovação em AGE, ainda que por um lado, implicasse maior alinhamento de interesses entre controlador e minoritários, estes últimos tinham dúvidas com relação ao preço a ser pago, a saber¹⁸:

- a empresa-alvo era extremamente endividada e com patrimônio líquido negativo;
- o intervalo de valor “determinado” pelo avaliador foi extremamente amplo, com variação de cerca de 150%; e
- os laudos de avaliação baseados em informações fornecidas pela própria empresa, ou seja, não independentes.

Segundo os avaliadores, “(...) *as informações relativas a operações, saldos contábeis e procedimentos operacionais e contábeis adotados pela Companhia, e considerados em nosso relatório, foram obtidos através da leitura da documentação disponível, bem como de informações obtidas da administração da Companhia,(...)*”; “*Não temos qualquer responsabilidade e não fazemos qualquer tipo de representação com relação à exatidão e à fidedignidade das informações fornecidas pela administração da Companhia*”.

- Não foi apresentada aos acionistas da adquirente proposta de compra da empresa-alvo;
- Segundo declaração de executivo da empresa no jornal da época, o objetivo da aquisição era: “*depois que o mercado for criado, vamos nos desfazer da (empresa adquirida), porque o nosso negócio não é (esse), e sim vender aço*”.

¹⁸ Informações baseadas em voto registrado em ata da AGE por acionistas minoritários, dentre os quais destaca-se importante FP.

Estratégia de GC e Resultado Final

O acionista controlador não se absteve de votar, apesar de, na visão dos minoritários, haver claro conflito de interesse ou “benefício particular” (interpretação do artigo 115 da Lei das S.A). A aprovação da aquisição, em AGE, ocorreu com base em voto do controlador e do Fundo de Pensão da empresa A que, juntos, representavam mais de 50% do capital da empresa.

A maioria dos acionistas minoritários, liderados pelo Fundo de Pensão acionista minoritário da empresa A, teve posicionamento contrário à aquisição, com registro de voto anexado à ata propondo a não aprovação do relatório de avaliação. Nesse documento, houve explícita recomendação para que os acionistas controladores, e pessoas a ele ligadas, fossem impedidos de votar, em função de “conflito de interesse”, na forma prevista no §1º do art. 115 da Lei das S.A.

Este caso ilustra, portanto, situação em que o investidor institucional teve o interesse e a qualificação técnica necessários para tentar reverter situação que acreditava envolver potencial risco de expropriação na empresa investida, mas não foi capaz de influenciar o resultado final. Isto porque, diferentemente de casos anteriormente apresentados, o controlador não se declarou conflitado, conforme art. 115 da Lei das SA, e seu voto, junto com aquele do FP da empresa A, viabilizou concluir a operação. O órgão regulador também poderia ter interferido, de forma a garantir uma interpretação da Lei mais favorável aos interesses dos acionistas minoritários, mas, até o presente momento, não houve posicionamento por parte da CVM a respeito da operação.

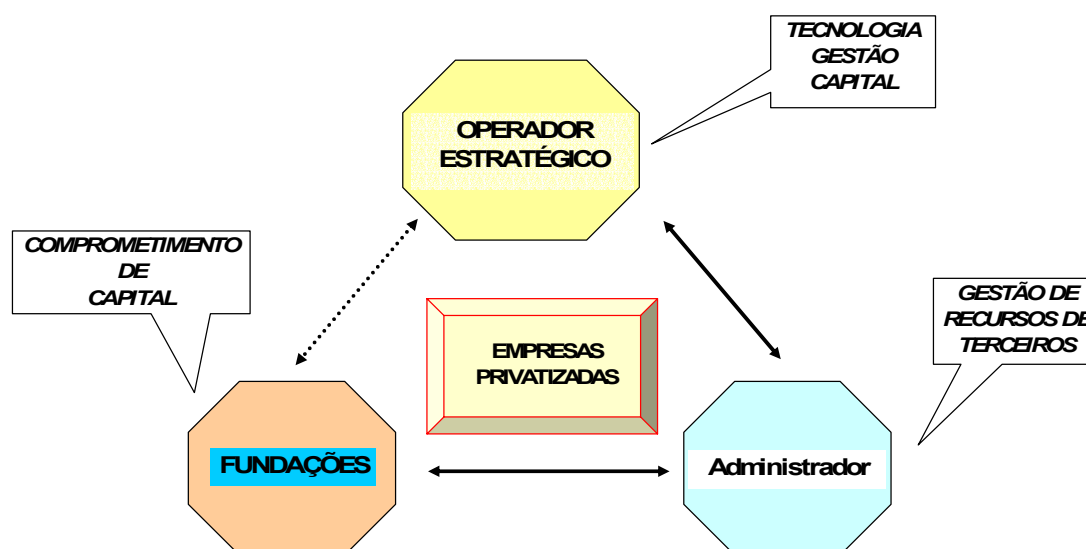
Caso 2 - Estrutura de pirâmide como forma de evitar o princípio de “uma ação – um voto” e abuso de poder¹⁹

Caracterização Geral:

Como foi visto no capítulo anterior, o processo de privatização brasileiro, em geral, contou com a participação de Fundos de Pensão para compor o bloco de controle das empresas. As situações contempladas neste caso ilustram tentativas - em geral, mal sucedidas - de exercício de voto por parte de fundações que, por participarem nas empresas investidas por meio de complexas estruturas piramidais, não conseguiram exercer (e fazer valer) seu direito de voto, apesar de terem a propriedade de expressiva parcela dos investimentos realizados pelos veículos utilizados.

Como veremos na Figura 3, a seguir, no caso da privatização do Sistema Telebrás, em 1998, o grupo vencedor em 4 empresas teve a seguinte estrutura acionária:

Figura 3 – Privatização Telebrás - 1998



¹⁹ Informações compiladas de Carta enviada, em maio de 2002, por Fundos de Pensão ao presidente da CVM e documentos produzidos pelas equipes técnicas dos fundos de pensão Previ, Petros e Telos para subsidiar ações na justiça.

Fundos XYZ

“O Banco Administrador XYZ S.A. (“administrador”) constituiu, em abril de 1997, Fundo Mútuo de Investimento em Ações – Carteira Livre, atualmente denominado **Fundo XYZ Equity Partners – Fundo de Investimento em Ações** (“Fundo Nacional”). O patrimônio inicial do Fundo era de cerca de R\$ 560 milhões e encontrava-se distribuído entre os seus cotistas da seguinte forma:

Fundo de Pensão ligado ao administrador	17.80%
Demais Fundos de Pensão	74.15%
Bndespar	7.05%
Outros	0.64%
Administrador XYZ	0.36%

As principais regras do XYZ (Fundo Nacional) são:

- **Objetivo:** proporcionar aos cotistas a valorização de suas cotas através de uma política de investimentos calcada, primordialmente, na participação, direta ou indireta, por meio de sociedades de propósito específico (SPE), em empresas estatais incluídas no processo de privatização, principalmente aquelas que exploram os serviços de telefonia fixa e celular.
- Prazo de duração: 8 anos, prorrogável por mais 2 anos;
- Período de investimento (previsto no Regulamento): expirou em setembro de 2001. A partir dessa data o Fundo somente poderá alienar seus ativos e aplicar o produto na amortização das cotas;
- Regra para substituição do Administrador: quorum de 90%²⁰ dos cotistas;

²⁰ Observe-se que, apesar de os FP deterem, em conjunto com o Bndespar, o quorum necessário para destituir o administrador (cerca de 99% do capital do Fundo Nacional), o FP patrocinado por empresa de telefonia ligada ao administrador detém 17,80% e, portanto, tem a prerrogativa de impedir tal destituição.

- Investimentos e desinvestimentos: aprovados por COMITÊ composto por 3 representantes do administrador e 3 representantes dos cotistas, sendo que o administrador possui voto de qualidade (desempate).
- Gestão dos investimentos realizados: o administrador tem plenos poderes, tendo competência exclusiva para celebrar acordos de acionistas envolvendo ações detidas pelo Fundo;
- Remuneração do administrador: taxa anual fixa de 2% sobre o valor do patrimônio do Fundo e honorários de performance à ordem de 20% dos ganhos distribuídos pelo Fundo que excederem o capital original investido, atualizado pelo IGP-M, acrescido de 6% ao ano.

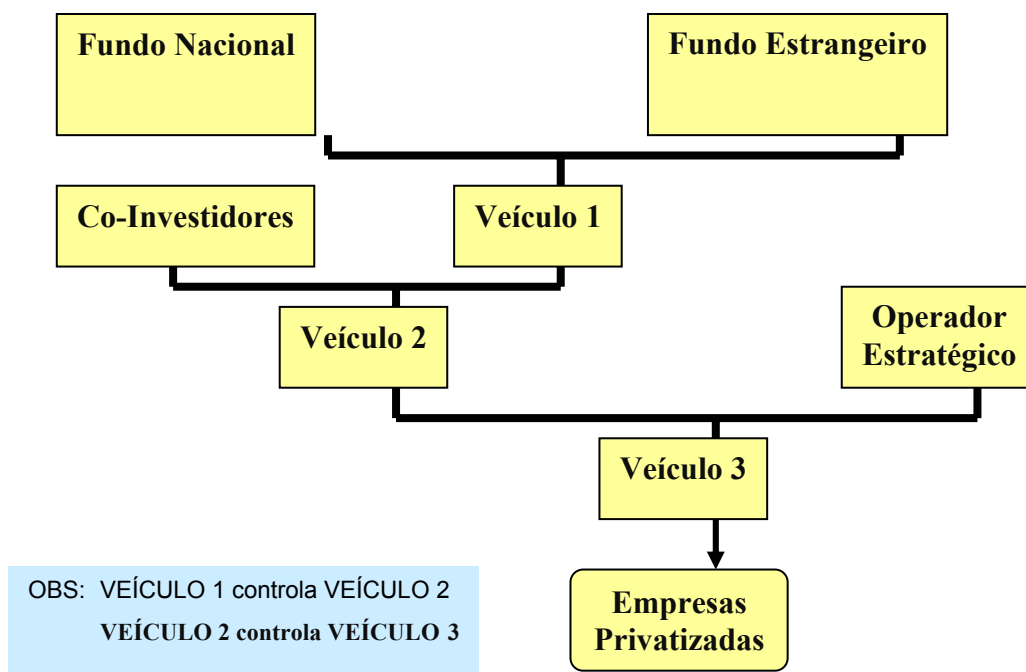
Simultaneamente à constituição do Fundo Nacional, foi constituído, em país de paraíso fiscal, o **Fundo XYZ Equity Partners LP** (“Fundo Estrangeiro”), cujos investimentos e desinvestimentos deveriam ser realizados conjuntamente – e, eventualmente, por outros administrados pelo Administrador XYZ com o mesmo propósito (“Fundos-Espelho”), de forma a que todos partilhassem do resultado correspondente à valorização obtida.

Ressalte-se que, por esse mecanismo, os cotistas delegaram ao administrador todas as decisões atinentes à gestão ordinária de seus bens, inclusive o exercício do direito de voto inerente às ações detidas pelo condomínio.

Como XYZ S.A administra, em moldes similares, os Fundos Nacional e Estrangeiro, bem como outros fundos “paralelos” que, em conjunto, detêm a quase totalidade²¹ das ações emitidas pelas companhias que estão no nível 2 da cadeia societária descrita no organograma na Figura 4, a seguir, exerce, em última análise, o “poder de controle” de todas as sociedades das “árvores” de que esses fundos participam, tanto direta, quanto indiretamente.

²¹ Nas árvores de telefonia celular e fixa os demais detentores dessas ações, com participação inferior a 0,1%, são pessoas físicas ligadas ao grupo Administrador XYZ.

FIGURA 4 – Organograma da Cadeia Societária



Esse controle deveria ser compartilhado com os co-investidores, atendendo-se à intenção, comum a todos, de suportar, proporcionalmente à participação de cada um, o pagamento de um ágio suficiente para que os consórcios obtivessem sucesso nos leilões de privatização, ágio esse que deveria ser recuperado por todos os co-investidores, com lucro, se bem-sucedidas as empresas, quando da alienação das ações.

Caracterização dos Problemas de GC

Os conflitos entre o administrador e os Fundos de Pensão (enquanto cotistas e co-investidores) começaram na ocasião em que era estudada proposta feita pelo administrador de incorporar companhias da Banda B de telefonia celular na estrutura de empresas da Banda A, trazendo-as, assim, para dentro da mesma árvore societária acima descrita. Considerando-se, à época, a necessidade de recursos para fazer face aos investimentos necessários para as empresas de Banda B e o

fato de as empresas de Banda A serem geradoras de caixa, o proposta de consolidação parecia ser bastante interessante.

Em outubro de 1999, os FP contrataram escritório de advocacia com o propósito de analisar a reorganização societária pretendida pelo administrador. O estudo explicitou a estrutura piramidal acima descrita e identificou forte risco societário associado às empresas da Banda A, pois o acordo de acionistas nessas empresas conferia ao gestor poder quase absoluto de controle das empresas no portfólio do Fundo XYZ.

A seguir, algumas situações específicas identificadas pelo FP serão descritas.

O Consórcio Voa – mordomias e abuso de poder do controlador

As especificidades deste caso podem ser compreendidas com base em carta enviada, em maio de 2002, ao então presidente da CVM pelos presidentes de 3 dos grandes Fundos de Pensão brasileiros (Previ, Petros e Telos), no intuito de obter acesso a informações sobre a utilização de aeronaves do Consórcio Voa. A seguir transcrevemos trechos da referida carta:

“Em 16 de dezembro de 1998 foi constituído consórcio para aquisição de aeronaves. As Partes Consorciadas eram empresas de 3 operadoras e suas controladas, além do XYZ Equity Partners Administradora de Recursos Ltda, detentor de 3,3% das quotas, e Líder do Consórcio.

1) Os conselhos de administração das empresas, em reunião do dia 13 de janeiro de 1999, foram instados a ratificar a celebração do Contrato de Constituição do Consórcio Voa. Naquelas reuniões, os conselheiros indicados por Previ e Petros votaram contra a ratificação e ao registro do Contrato na Junta Comercial pelas razões que se seguem: elevada imobilização de recursos; volume de tráfego dos executivos da companhia se concentrava em rotas servidas por oferta constante de vôos pelas companhias aéreas comerciais; gritantes inconsistências no estudo

encomendado pelo XYZ Equity Partners, que deveria subsidiar a decisão de aquisição de aeronaves próprias.

2) A ratificação foi aprovada por todos os demais conselheiros, a saber, aqueles indicados pelo próprio Administrador XYZ, pelo sócio operador estrangeiro e pelo FP ligado ao administrador²².

3) Os Conselhos de Administração das operadoras, em reuniões realizadas em 12 de junho de 2001, descobriram, a partir de levantamento feito por 3 membros dos Conselhos, que formaram comissão para estudar o assunto, que as companhias haviam pré-pago despesas fixas e variáveis para o ano de 2001 a pedido do Líder do Consórcio (Administrador XYZ). O pré-pagamento foi autorizado pelo então presidente das companhias mencionadas, em 16 de abril de 2001, ou seja, 4 dias antes do término de seu mandato.

4) Diante de fato tão pouco ortodoxo como o pagamento de despesas variáveis sem que houvesse justificativa plausível para tanto, e considerando que as despesas variáveis, de acordo com os termos do Contrato de Constituição do Consórcio, devem ser rateadas na proporção do uso das aeronaves, os Conselhos de Administração das operadoras deliberaram, por unanimidade de votos, determinar à Diretoria das companhias que solicitasse à Administração do Consórcio VOA a relação de todos os vôos, realizados desde 1999, em que passageiros pertencentes às companhias estivessem presentes, discriminando, para cada vôo: (a) datas, horários, trajetos, propósito da viagem; (b) nomes e cargos dos passageiros, pertencentes ou não aos quadros das empresas consorciadas; (c) gastos com combustível; e (d) custos básicos discriminados relativos a remuneração (inclusive encargos sociais) da tripulação, mecânicos, manutenção, hangaragem, seguros das aeronaves, tributos e contribuições federais, estaduais e municipais.

²² Vale notar que esse é o fundo de pensão de diversas outras empresas de telecomunicações, além daquelas controladas pelo administrador do XYZ.

5) Segundo os números apresentados aos Conselheiros das companhias, em abril de 2001 foram antecipados os valores previstos no orçamento para o restante do ano. O total de desembolsos efetuados no primeiro trimestre somados àqueles efetuados em abril chegou a R\$ 4.218.000.

Desembolsos realizados	
Total Operadora A	R\$ 2.461.000
Total Operadora B	R\$ 1.757.000
Total (Operadoras A e B)	R\$ 4.218.000

6) Em resposta a carta enviada pelo Presidente do Conselho de Administração das companhias ao Líder do Consórcio, solicitando informações que justificassem a antecipação de tais recursos, discriminando-os em relação às despesas fixas, despesas variáveis e investimentos, este declarou que “não possui registros quanto ao propósito das viagens, nomes ou cargos de passageiros”.

7) A auditoria especial, aprovada por unanimidade dos membros dos conselhos de administração nunca pôde ser efetuada, porque não havia registros dentro das companhias quotistas do Consórcio e tampouco foram disponibilizadas as informações necessárias pelo Líder do Consórcio.

8) O Conselho Fiscal de uma das Operadoras, em duas ocasiões convocou formalmente a presença do ex-Diretor Presidente das empresas holdings e o então Presidente das empresas operacionais, para que fossem prestados esclarecimentos sobre o pagamento antecipado e a utilização das aeronaves por executivos das companhias. O então Presidente não atendeu às duas convocações.

9) O Conselho Fiscal da Operadora recomendou que: "os órgãos societários tomem as providências necessárias para o encerramento do contrato com o Consórcio Voa em vista do elevado custo do Consórcio, principalmente se comparado com outras alternativas disponíveis, e do fato de que seus benefícios são discutíveis e desconhecidos, pois não se pôde identificar quem viaja e para que propósito".

Como pode ser depreendido dos fatos acima descritos, o "Consórcio Voa" foi celebrado para adquirir aeronaves que seriam utilizadas para viagens de seus executivos. Segundo diversos membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal, a tentativa que fizeram de obter informações sobre o uso das aeronaves e demonstrativos dos gastos pertinentes, não recebeu resposta satisfatória aos questionamentos. Releva notar que, embora tenha sido aprovada, por unanimidade dos membros do Conselho de Administração, a realização de uma auditoria especial, esta nunca foi efetuada por inexistirem registros nas companhias cotistas do consórcio e nem terem sido disponibilizadas informações pelo líder do consórcio.

A carta parcialmente transcrita acima foi traduzida para inglês e enviada à SEC e, até o momento não houve qualquer manifestação seja da CVM, seja da SEC. Assim, em 2002 nova carta foi enviada à CVM, relatando outros fatos, que transcrevemos alguns trechos a seguir.

Outras situações identificadas pelos FP como envolvendo abuso de poder por parte do administrador:

Em Assembléia Geral Ordinária de cotistas iniciada em 10 de agosto de 2000 e concluída em 23 de outubro de 2000, Previ, Telos, Funcef e Valia detectaram diversas irregularidades praticadas pelo administrador do Fundo, em detrimento dos interesses de seus cotistas.

1. refazimento das demonstrações financeiras do Fundo

As deliberações dos cotistas resultaram na reprovação tanto das demonstrações financeiras quanto de atos de gestão do administrador do Fundo, tendo a CVM determinado o refazimento das demonstrações financeiras do Fundo relativas aos períodos findos em 30/09/99 e 30/09/00. Tal medida beneficiou os cotistas, pois a redução do patrimônio contábil do Fundo, que serve de base para o cálculo da taxa anual de administração (correspondente a 2%), gerou uma **diferença no valor dessa taxa, a favor dos cotistas, de cerca de R\$ 8 milhões**, relativamente aos exercícios findos em 30/09/99, 30/09/00 e 30/09/01.

(...) As infrações apontadas eram as seguintes:

- a) Custo Corrigido - o administrador atualizou o valor de alguns investimentos feitos pelo Fundo sob a alegação de que o pagamento de parcelas adicionais do preço de aquisição das ações nos leilões de privatização, que se venceram naquele período, justificava a correção monetária do valor total do investimento, afastando-se assim do critério de custo histórico imposto pela regulamentação. A CVM, instada pelos cotistas do Fundo, posteriormente determinou que fossem refeitas essas demonstrações financeiras, inclusive indeferindo o recurso interposto pelo administrador. **Foi uma decisão inédita, pois pela primeira vez na história do mercado de capitais brasileiro um administrador de fundos de investimento teve suas contas reprovadas; e**

- b) Custo Histórico, sem Provisão – a par da irregularidade acima, o administrador não constituiu a provisão necessária para o caso do valor patrimonial das sociedades investidas ser menor que o de custo de aquisição.”

Ao que se saiba, este foi o único resultado concreto, até agora, alcançado pelas fundações no que diz respeito a essa disputa, na qual acusam o administrador de não observância de seu dever fiduciário para com os cotistas e co-investidores do Fundo XYZ. Vale ressaltar que, como acima mencionado, o poder de controle do administrador resulta, em grande medida, da estrutura de pirâmides que foi construída para controlar as empresas investidas. A seguir, na mesma carta à CVM, as fundações elencaram outras irregularidades.

2. honorários de administradores

A *holding* controladora das empresas Operadoras contratou consultora, através de sua Diretoria, composta por membros do próprio administrador, para prestar serviços de assessoria e planejamento estratégico nas empresas investidoras no setor de telefonia, pelos quais receberia o pagamento mensal de R\$ 24.000,00 (vinte e quatro mil reais). Na mesma data, a consultora foi eleita para o cargo de Diretora Administrativa da holding, o que lhe permitia desempenhar as mesmas funções sem a necessidade de ser contratada como consultora. Ressalte-se que os demais Diretores de *holding* I normalmente recebiam a módica quantia de R\$ 200,00 (duzentos reais) para desempenhar suas funções.

Isto ocorreu não obstante extrapolar deliberação contrária da assembléia geral ordinária da companhia, que limitou a R\$17.000,00 (dezessete mil reais) o pagamento de honorários dos membros do conselho de administração e da diretoria da companhia no exercício social de 1999.

Em outra das sociedades investidas, Empresa C, o administrador aprovou, em Reunião de Conselho de Administração, majoração de verba rescisória prevista no contrato de funcionário que acabara de se desligar do cargo de Diretor-Presidente da companhia.

Esta aprovação ocorreu não obstante a manifestação do Conselheiro representante da Previ²³, na qual registra não ser do seu conhecimento que o Conselho de Administração tenha aprovado pagamento de remuneração variável ao ex Diretor-Presidente, e que o bônus previsto para os executivos da empresa estavam vinculados a desempenho, inclusive antecipação de metas, que não foi observada.

Em outra empresa, “Empresa D”, controlada pela Administrador XYZ, foi paga remuneração denominada “bônus de contratação” ao então Presidente da companhia, eleito em 1997, sem que houvesse aprovação prévia do pagamento desse bônus por qualquer órgão da companhia, e sem a apresentação de qualquer contrato que desse suporte ao pagamento do mesmo. De acordo com os fundos de pensão, as somas pagas ao então Presidente, ratificadas pelo controlador em Assembléia Geral posteriormente realizada, contribuíram para extrapolar o orçamento da companhia em dois exercícios.

Diante desses fatos, o Conselheiro Fiscal protocolou correspondência na CVM, ainda sem uma apreciação final por parte da Autarquia, solicitando a apuração da irregularidade relatada, bem como a apuração de responsabilidades em razão da imposição de obstáculos ao exercício da função de fiscalização do conselheiro.

A Previ, por sua vez, ajuizou Ação Civil Ordinária com o objetivo de obter a condenação dos réus (acionistas controladores e outros), ao ressarcimento da empresa pelos valores pagos além do que fora previamente estabelecido pelas Assembléias Gerais da sociedade em 1999 e 2000.

²³ Vale notar que o voto do conselheiro representante da Previ foi invalidado pelo Presidente do Conselho, que invocou para tanto o §8º do art.118 da Lei 6.404/76.

2. contratação de consultoria jurídica

Em 1999, Administrador XYZ contratou serviços de assessoria jurídica para aquisição por qualquer empresa do Grupo Administrador XYZ ou suas controladas (incluindo fundos de investimento) de participação indireta em uma das empresas operadoras. Vale lembrar que, à época, consultor jurídico contratado exercia o cargo de Presidente do Conselho de Administração da Empresa C, tendo sido eleito pelo acionista holding B, controlado indiretamente por Administrador XYZ.

O referido contrato, estabelecia a remuneração de: (i) R\$ 10.000,00 mensais; (ii) R\$ 250.000,00 sob a condição de que qualquer empresa do Grupo Administrador XYZ ou suas controladas, inclusive fundos de investimento, adquiram 10% das ações votantes da Operadora; e (iii) R\$250.000,00 sob a condição de que qualquer empresa do Grupo Administrador XYZ ou suas controladas, inclusive fundos de investimento, adquiram do BNDES 25% das ações da Operadora, condicionados os pagamentos *pro rata*, dos itens (ii) e (iii) acima, ao êxito de cada etapa, se a rescisão for motivada pelo Administrador XYZ. Durante o ano de 1999, foi identificado o pagamento ao advogado mencionado da importância de R\$60.000,00, entre os meses de março a agosto de 1999, na forma do disposto no item (i) da remuneração ajustada.

Em outra situação, com o intuito de defender-se de demanda judicial interposta por um dos sócios da holding C, diretores contrataram os serviços de escritório de advocacia para representar a holding A e outras empresas do Grupo Administrador XYZ. Por ordem de tais diretores (representantes do Grupo Administrador XYZ), a própria holding C arcou com a despesa de R\$ 750.000,00 (setecentos e cinquenta mil reais) para pagamento de serviços prestados a empresas controladas pelo Administrador XYZ, tais como a Administrador XYZ Asset Management Inc.

Ou seja, de acordo com os FP, o administrador se valeu das empresas que controlava para financiar a defesa dos interesses dos acionistas e ex-diretores por ele indicados, bem como de empresas do

seu grupo. Em suma, quem financiou a defesa de uma das partes do conflito entre sócios foi a própria sociedade. Apenas no exercício social de 2001, na holding A foram gastos cerca de R\$ 10 milhões em despesas jurídicas.

3. acordo com operadora estratégica nas empresas de telefonia celular (pagamento de *taxa de administração ou TSA – technical service agreement*)

À época das privatizações do Sistema Telebrás, em 1998, os sócios do consórcio holding C, constituído para aquisição de 2 companhias de telefonia celular, celebraram um Memorando de Entendimentos (“MOU”). Os signatários desse acordo foram: o administrador dos Fundos XYZ (Administrador XYZ); dois operadores estratégicos; Fundos de Investimento; e Entidades de Previdência Privada, que são hoje os acionistas da Holding A, bem como cotistas do Fundo.

Ocorre que o Administrador XYZ, através de uma de suas empresas, a Administrador XYZ Asset Management Inc., em 26.07.98, celebrou um acordo sem o conhecimento dos signatários do MOU, conexo ao citado MOU, com um dos operadores estratégicos, por meio de sua controladora indireta, no qual foi estabelecido o rateio, entre esses dois grupos, da denominada “taxa de administração” (ou TSA), que consiste na remuneração ao sócio operador por prestação de serviços estratégicos de assistência técnica e de gestão, que o operador estratégico receberia das empresas operadoras investidas e cujo ônus recai, indiretamente, sobre os acionistas das companhias, e, em última instância, sobre os cotistas do Fundo.

Segundo os FP, ao acordar dividir igualmente as “taxas de administração” (por prestação de serviços estratégicos de assistência técnica e de gestão) com o operador estratégico, o administrador violou o art. 15 do Regulamento do Fundo e o art. 57 da Instrução CVM nº 302/99, ao não defender os interesses do Fundo e de seus cotistas.

3.3

Enforcement CVM: operações entre partes relacionadas²⁴

Caso1 - Empréstimo ao Controlador (Bombril)

Caracterização Geral

A Bombril S/A é empresa de capital aberto desde 1984 e tem como principal atividade a produção de esponjas de aço, sabões, detergentes líquidos e desinfetantes.

A empresa detém liderança de mercado (*market share*) nos segmentos de esponjas de aço (83,3%), sabões (68,1%), detergentes líquidos (31,3%) e desinfetantes (19,2%)²⁵.

Sua receita líquida de vendas em 2002 foi de R\$ 494,0 milhões (foi de R\$ 1,8 bilhão em 1997)²⁶ e contava com 1997 empregados no mesmo ano. Ainda em 2002, o lucro operacional da Bombril foi de R\$ 25,0 milhões (contra R\$ 129,0 milhões cinco anos antes).

Sua estrutura societária é constituída por 15.395.299 ações ordinárias (38% do capital social, 100% controladas por C&P Investment, C&P Brasil e Bombril Holding S/A)²⁷; e 25.358.702 ações preferenciais (62% do capital social), sendo 15.877.926 ações de titularidade de minoritários (63% das ações preferenciais).

²⁴ Nestes casos, as informações são referentes a processos transitados e julgados na CVM e foram obtidas no site do órgão regulador.

²⁵ Dados de 2002.

²⁶ Valores consolidados e ajustados pelo IGP-DI até 31/03/2003. Fonte: "Caos na Bombril" .Exame. Ed. 09/07/2003, p. 75-77.

²⁷ C&P Capital Investment (de Cragnotti & Partners) foi posteriormente denominada Bombril Cirio International. As empresas controladoras são, por sua vez, controladas pelo empresário Sergio Cragnotti. Os fundadores da Bombril alienaram o controle da empresa para C&P em 1995. Desde então, de acordo com inquérito administrativo já julgado pela CVM, a empresa já emprestou à sua controladora e/ou a empresas a ela relacionadas mais de R\$ 1,3 bilhão. A situação de expropriação da companhia e de seus investidores minoritários pelos controladores, em transações marcadas por interesses conflitivos desses últimos relativamente aos primeiros destruiu valor de mercado em Bolsa de Valores (empresa listada desde 1984), tendo a cotação das ações chegado, em março de 2003, a 1/3 da verificada em agosto de 1996. Ainda, em meio a disputas judiciais, a empresa tem perdido *market share* em segmento onde ainda exerce forte liderança. Fonte: Exame, op. cit.

O Problema de GC

Em junho de 1997 a Bombril realizou aumento de capital por oferta pública de ações preferenciais sem direito a voto, aprovada em Assembléia de Acionistas e registrada na CVM, no valor de R\$ 338 milhões²⁸.

Com os recursos obtidos com a colocação dessas ações, a Bombril, em agosto de 1997, adquiriu de sua controladora (C&P Brasil – que detinha, à época da transação, 40% da Bombril) 100% do capital social da Círio Holding, empresa controladora (69,8%) da empresa italiana Círio S.p.A. Ou seja, a Bombril, com a operação, passou a ter uma empresa controlada no exterior. O valor da operação foi, à época, de US\$ 380 milhões, devidamente aprovada pelo Conselho de Administração da Bombril.

Alegando aumento dos custos de capital nas captações externas, em dezembro de 1998 (ou seja, um ano e quatro meses após a aquisição) a Bombril revendeu 100% do capital social da Círio Holding para a sua (da Bombril) controladora C&P Brasil pelos mesmos US\$ 380 milhões, para pagamento em quatro prestações. A operação foi aprovada pelo Conselho de Administração e também pela Assembléia de Acionistas.

Finalmente, em janeiro de 1999, a Bombril promoveu aumento de capital de sua subsidiária integral Bombril Overseas Inc., no valor de US\$ 342 milhões, a ser integralizado pela C&P Brasil (devedora da Bombril na venda da Círio Holding), utilizando os créditos contra ela detidos da Bombril. Esta operação, mais uma vez, também foi aprovada pelo Conselho de Administração e pela Assembléia de Acionistas da Bombril, sempre contando com o voto do controlador, que, não considerou haver conflito de interesses (ou benefício particular) que impedisse seu exercício de voto. Com isso, encerrar-se-ia o ciclo iniciado em junho de 1997, com os recursos dos acionistas que subscreveram o aumento de capital da

²⁸ A emissão foi essencialmente colocada junto a investidores institucionais, a exemplo da Previ (Fundo de Pensão patrocinado pelo Banco do Brasil para seus empregados), BNDESPAR (braço de participações do sistema BNDES) e da administradora de recursos Dynamo.

Bombril tendo sido expropriados por seus controladores em benefício de outras empresas por eles controladas no exterior.

Em suma, de acordo com relatório da CVM, “O Grupo Cragnotti apresentava a seguinte composição (simplificada e aproximada):

Figura 5 – Composição Original

Antes da 1ª Operação realizada em julho/97

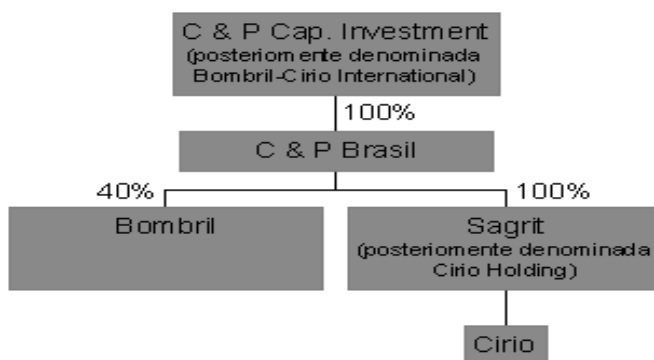


Figura 6 – Composição Após 1ª Operação

Antes da 2ª Operação realizada em dezembro/98

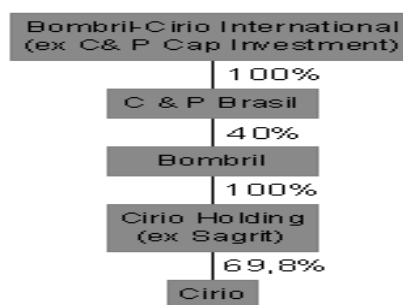
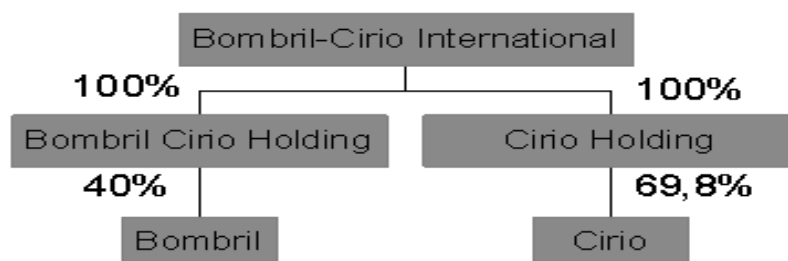


Figura 7 – Composição Final

Depois da Operação realizada em dezembro/98



Estratégias de GC

Os acionistas minoritários da Bombril adotaram diversas medidas administrativas e judiciais em vista do problema de GC apontado, associado à falta de transparência e de adequada prestação de contas dos controladores relativamente a transações efetuadas pela empresa com partes àqueles relacionadas.

Em maio de 1999, acionistas minoritários titulares de ações preferenciais da Bombril (lembremo-nos que 100% das ações ordinárias são detidas por empresas ligadas a Sergio Cragnotti) constituíram processo administrativo na CVM²⁹ contra os controladores da companhia, relativamente à negociação em mercado futuro, por estes últimos, de ações em tesouraria da empresa³⁰.

Em agosto de 2000, os acionistas minoritários e os controladores da Bombril firmaram um Contrato de Compra e Venda de Ações pelo qual os últimos concordaram em registrar na CVM uma oferta de compra das ações preferenciais dos primeiros, com as devidas garantias de

²⁹ Inquérito Administrativo CVM Nº RJ 1999/04.

³⁰ Em julho do mesmo ano, a Cirio S.p.A. – subsidiária da Cirio Holding – vendeu uma de suas divisões à Parmalat no valor aproximado de US\$ 45 milhões. A transação foi iniciada em novembro de 1998, quando a Bombril ainda era a controladora da Cirio Holding.

pagamento. Esse acordo foi um pré-requisito para a venda da subsidiária integral Bombril Detergentes S/A à Clorox International Company.

No mês de dezembro de 2000 os controladores da Bombril e os seus minoritários acordaram uma alteração do Contrato de Compra e Venda celebrado em agosto do mesmo ano, mudando as condições de prazo e de pagamento da oferta de aquisição de ações.

Ainda em dezembro de 2000, como resultado de quebra de contrato pela Bombril e cumprindo penalidade administrativa estabelecida pela CVM, a C&P Brasil assume compromisso formal com a entidade reguladora do mercado de capitais no qual ela garante a implementação de uma oferta de aquisição da **totalidade** das ações preferenciais emitidas pela Bombril.

Na seqüência, a Bombril publicou, em fevereiro de 2001, fato relevante informando ao mercado sua intenção de comprar as ações preferenciais detidas pelos minoritários, estabelecendo um valor-base de R\$ 19,00/lote de 1000 ações (cerca de US\$ 6,00 à época da oferta).

Em maio de 2001 a Bombril e a Bombril Holding publicam, conjuntamente, fato relevante informando ao mercado a conclusão da primeira etapa da aquisição da Bombril Detergentes pela Clorox, determinando, ainda, que a aquisição das ações preferenciais objeto da oferta de Compra e Venda, seria pré-condição para o fechamento do negócio.

Em junho de 2001 a CVM aprova o instrumento particular de oferta de compra de ações pela Bombril, estipulando um prazo de seis meses para que tal produzisse efeitos. A Bombril não cumpriu esse compromisso.

Como resultado da quebra do acordo firmado com a CVM, esta autarquia, com **voto unânime** de seus conselheiros, impôs, em abril de 2002, multa pecuniária ao Sr. Sergio Cragnotti, na qualidade de acionista controlador da Bombril, no valor de R\$ 62,5 milhões (cerca de US\$ 21 milhões à época). Esta foi a maior multa já aplicada pelo Conselho.

De acordo com a ementa do referido inquérito, a CVM considerou que “é vedado ao acionista controlador:

- a) contratar com a companhia controlada em condições consideradas desfavoráveis aos acionistas minoritários;
- b) adotar políticas e tomar decisões no interesse de outras empresas por ele controladas;
- c) votar em decisão do conselho de administração em que tenha interesse conflitante com o da companhia;
- d) desviar recursos da companhia através de contratos de mútuo, visando a financiar companhias de que é sócio.”

A CVM considerou que houve caracterização de abuso de poder do acionista controlador e responsabilização dos administradores (executivos e diretores da Bombril) que compactuaram com a decisão, aos quais foram emitidas penalidades pecuniárias, cada uma no valor de R\$ 50 mil (cerca de US\$ 16.500, à época).

Por maioria de votos, o Conselho também considerou que a abstenção de membro do CA na referida decisão, que afetou a orientação geral dos negócios da companhia, sem qualquer justificativa, configurou omissão e, portanto, ao conselheiro omissor foi aplicada multa.

Na mesma decisão, o Sr. Cragnotti tornou-se inelegível para exercer qualquer cargo administrativo (Conselhos e Diretoria) em empresas abertas pelo prazo de cinco anos.

Conclusões

Este caso permite constatar a dificuldade de exercício dos deveres fiduciários de executivos e diretores em empresas em que o Conselho de Administração está sujeito ao domínio do acionista controlador.

Como ensinamento, tem-se que o voto do acionista controlador em operação envolvendo partes relacionadas foi prejudicial à empresa. O abuso do poder de voto pelos controladores – como aconteceu neste caso, nas várias idas e vindas das transações efetuadas, com aprovação de Conselho e Assembléia – pode levar a companhia a perseguir propósito estranho a seus Estatutos, beneficiando outros interesses,

nacionais ou estrangeiros, em detrimento tanto de seus acionistas minoritários como, numa perspectiva mais abrangente, do mercado de capitais (problema de seleção adversa).

A decisão da CVM, neste caso, considerou que seria aplicável configuração ex ante de conflito de interesses, com base no artigo 115, parágrafo 1º, da Lei das SA. Como veremos nos casos a seguir, houve, em detrimento do interesse dos minoritários, mudança de posicionamento do colegiado, que passou a interpretar apenas configuração *a posteriori* de conflito, isto é, caso a caso, dependendo da configuração de prejuízo para a empresa.

Caso 2 - Aprovação de pagamento de royalties³¹

Caracterização do Caso de GC³²

A Tele Celular Sul Participações S.A. é acionista controladora da CTMR Celular S.A. O acionista controlador da Tele Celular Sul Participações S.A., por sua vez, é a Bitel Participações S.A., que a seu turno é subsidiária integral da sociedade holandesa Stet Mobile Holding NV .

Segundo a área técnica da CVM, a Stet Mobile Holding NV é sociedade ligada à Telecom Italia Mobile, detentora da marca TIM.

Em função disso, invoca-se que a acionista Tele Celular Sul Participações S.A., sendo controladora da CTMR, e ao mesmo tempo controlada indiretamente pela detentora da marca TIM, estaria impedida de votar na deliberação assemblear de aprovação do pagamento de royalties pela cessão do direito de uso da referida marca.

³¹ Inquérito Administrativo CVM Nº RJ 2001/4977. Caso TIM – CTRM Tele Celular Sul.

³² O relato a seguir está baseado no voto do então Diretor da CVM, Marcelo Trindade.

Votos proferidos pelo Colegiado da CVM³³

Por maioria, o colegiado decidiu que: “o acionista controlador, por força do disposto no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76, está impedido de votar em decisão assemblear em que tenha interesse, no caso o pagamento de royalties pelo uso de marca pertencente ao controlador indireto.”

Considerando aspectos notáveis a partir dos quais o Colegiado avaliou o caso, que, como veremos no caso a seguir, acabou revertendo o entendimento da CVM a respeito da aplicação do artigo 115 da Lei das SA, a nosso ver, em detrimento do interesse dos acionistas minoritários. Segue-se breve exposição dos votos manifestados.

- **Duplo interesse**

Voto vencedor

Deve-se atentar para o fato de que a lei não exige que o interesse do acionista seja oposto ou contrário ao interesse social para que se caracterize o conflito de interesses, mas tão somente que o acionista possua duplo interesse com relação ao negócio. (Voto Diretora Norma Parente)

- **Contraparte no negócio**

Voto vencedor

O conflito se estabelece na medida em que o acionista não apenas tem interesse direto no negócio a ser celebrado pela companhia, mas também um interesse próprio que independe de sua condição de acionista por configurar na contraparte do negócio. (Voto Diretora Norma Parente)

³³ Baseado na palestra “Conflitos de Interesse na Lei das S.A., proferida em 06/05/2003 pela Diretora da CVM Norma Parente.

- **Transparência**

Voto vencedor

Os documentos comprobatórios de que as condições do contrato a ser celebrado com o acionista controlador são eqüitativas e comutativas deverão estar à disposição dos acionistas na assembléia em que a matéria for deliberada. Aos minoritários não pode ser subtraída a oportunidade de verificar a eqüitatividade da decisão tomada. (Voto Diretora Norma Parente).

- **Inexistência a priori de conflito em compra e venda**

Voto vencido

“Não é fácil a tarefa de aferir os interesses da sociedade e os do acionista para saber se existe ou não choque. A matéria é de fato e deve ser examinada em cada caso, pois, mesmo em uma operação de compra e venda, em determinadas condições, não se poderá dizer, de antemão, se haverá antagonismo entre as partes. (PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. Sociedades por Ações. v. 3, p. 81) (Grifei) (Voto Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos)

- **Convergência de interesses**

Voto vencido

Pode, como proclama Eduardo de Carvalho, ‘dar-se a hipótese de haver convergência ou mutualidade de interesses, por beneficiar a ambas as partes a transação incriminada’.” (Voto Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos)

Conclusão

A seguir, transcrevemos trecho do voto do Diretor Marcelo Trindade que, ao mesmo tempo que acompanha o voto da Diretora-Relatora do inquérito (Norma Parente) quanto ao descumprimento do disposto no art. 115, dele discorda quanto a uma não conformidade relativamente ao artigo 116 (deveres do controlador):

“[...] A meu juízo, nesses casos o acionista deve abster-se de votar, em obediência à regra do § 1º do art. 115 da Lei 6.404/76, pois a regra do impedimento de voto deve ser posta em prática previamente à deliberação.N

Não fosse assim, a lei enunciaria a norma de modo distinto, isto é, sem proibir o voto — como faz —, mas sim limitando-se a determinar a composição dos prejuízos na hipótese deles virem a ocorrer.

No caso, a deliberação assemblear já se consumou, e o voto foi exercido, segundo os elementos que constam dos autos, em desconformidade com o preceito legal antes mencionado, e por isto acompanho o voto da Diretora-Relatora quanto à imposição de multa à acionista controladora.

Quanto ao mais, data venia, discordo do voto da Diretora Relatora, pois não me parece ser o caso de punir qualquer administrador da CTMR, dado que não vejo aplicação possível do art. 116 da Lei das S.A. à espécie, nem encontro elementos de prova capazes de autorizar a afirmação de que o voto tenha sido exercido em prejuízo da companhia, ou que as condições contratuais não sejam equitativas — o que talvez pudesse ser apurado em inquérito.

Além disto, gostaria de acrescentar que não está provado nos autos que os demais acionistas que deliberaram a aprovação do contrato estivessem impedidos de votar, fato que, por ora, a meu ver, impossibilita a conclusão no sentido de que a deliberação em si não seja válida, pois, como se viu dos grifos que fiz nas transcrições de doutrina acima, para que a deliberação seja inválida é preciso que o voto tenha sido "decisivo" ou "determinante" para a formação da maioria [...]"

Caso 3 - Aprovação de Contrato de Prestação de Serviços³⁴

Caracterização do Caso³⁵

Trata-se do julgamento, pelo Colegiado da CVM, de termo de acusação referente à Aprovação de Acordo de Prestação de Serviços Gerenciais, em AGE de 30/11/99, da Tele Norte Leste Participações S/A, com votos proferidos por Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI e Fundação SISTEL de Seguridade Social, acionistas diretos e indiretos da Tele Norte Leste Participações S/A e de sua controladora Telemar Participações S/A (Telemar).

Foi descaracterizada, no julgamento, a existência do conflito de interesse previsto no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76. Por decisão majoritária, vencida a Relatora, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários decidiu rejeitar a acusação de descumprimento do § 1º, do artigo 115, da Lei nº 6.404/76, formulada contra as acusadas, por entender que os votos proferidos não eram conflitantes com os interesses da companhia, absolvendo-as³⁶.

Histórico³⁷

“Em 30.11.99 foi realizada Assembléia Geral Extraordinária da Tele Norte Leste Participações S/A, na qual os acionistas aprovaram um Acordo de Prestação de Serviços Gerenciais, a ser celebrado entre a Telemar Participações S/A (TELEMAR), sua controladora, e as companhias concessionárias.

A aprovação se deu com os votos da PREVI, da SISTEL e dos Fundos Mútuos de Investimento em Ações – Carteira Livre I e Carteira Livre BB Guanabara, dos quais a PREVI e a SISTEL eram os únicos

³⁴ Inquérito administrativo CVM Nº RJ 2002/1153, de 06/11/2002. Tele Norte Leste Participações S.A. (Telemar).

³⁵ Baseado na sessão de julgamento do Inquérito Administrativo anteriormente referido.

³⁶ Foi interposto recurso posteriormente contra a decisão do Colegiado da CVM, com reversão da decisão inicial.

³⁷ Baseado na sessão de inquérito administrativo CVM nº RJ 2002/1153 - termo de acusação - relatório da relatora Diretora Norma Parente.

cotistas. A participação em conjunto desses acionistas representava cerca de 9,5% do capital da Tele Norte Leste.

A PREVI e a SISTEL detêm, juntas, 77,84% do capital do fundo FCF – controlador da Fiago Participações S/A, que possui 19,90% do capital da TELEMAR. Considerada individualmente, a Fiago é a segunda maior acionista da holding.

Em função de participação indireta na TELEMAR, através da Fiago, a Superintendência de Relações com Empresas – SEP identificou um possível conflito de interesses nos votos dos representantes da PREVI e da SISTEL, tendo em vista que para elas o acordo teria um impacto menor que para os demais acionistas e a deliberação não seria aprovada sem os seus votos e dos fundos por elas controlados.

Diante desses fatos, a SEP propôs a abertura de inquérito administrativo para a apuração completa dos fatos e a imputação de eventuais penalidades a seus responsáveis por eventual conflito de interesses, em desrespeito ao parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76 (...).

O Colegiado aprovou a proposta de instauração do Inquérito Administrativo contra a PREVI e a SISTEL, que votaram indevidamente na Assembléia Geral da Tele Norte Leste Participações S/A. (...) os acusados apresentaram, em sua defesa, as seguintes razões :

DAS RAZÕES DE DEFESA

- a) doutrina e jurisprudência dominantes entendem que o conflito de interesses deve ser apreciado de forma substancial, partindo do pressuposto da boa-fé dos acionistas ao proferirem seus votos;*
- b) mesmo dentro da CVM existem vozes dissonantes, tais como a do diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, manifestada em seu voto vencido no Inquérito Administrativo CVM nº IA/RJ2001/4977;*

- c) *em decorrência do elevado grau de abstenções, a matéria relativa foi aprovada com os votos das defendentes e dos fundos por elas controlados, representantes de apenas 5,48% do capital da TNL;*
- d) *a análise do caso concreto confirma que os votos proferidos pelas defendentes a favor do Acordo na Assembléia Geral foram acertados, sendo que o Acordo foi muito benéfico para a TNL e seus acionistas;*
- e) *as defendentes jamais receberam recursos advindos do Acordo, que foi assinado entre a TNL e a Telemar, sendo apenas acionistas minoritárias nas duas sociedades;*
- f) *seria incoerente a PREVI e a SISTEL votarem de uma forma e fundos de que são quotistas controladoras votarem de outra;*
- g) *as condições impostas pelo Contrato de Concessão para a celebração do Acordo foram integralmente observadas, ou seja, a remuneração da Telemar está dentro dos limites previstos e os acionistas detentores de ações preferenciais da TNL tiveram o direito de votar na Assembléia Geral que aprovou a celebração do Acordo;*
- h) *se a interpretação formal do artigo 115, parágrafo 1º, da Lei nº 6.404/76 tivesse prevalecido no momento da Assembléia Geral, o Acordo não teria sido aprovado em razão do voto contrário de acionistas representando 1,76% do capital social da TNL;*
- i) *a configuração do interesse conflitante deve ser determinada por um exame substancial, avaliado caso a caso e, uma vez comprovado, a deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante é anulável, na forma do disposto no § 4º do artigo 115 da Lei das S.A.;*

- j) *somente em situações excepcionalíssimas se retira o direito do acionista votar, sempre com a presunção de que as chances de fazê-lo contra os interesses da companhia são evidentes e flagrantes;*

- k) *os interesses da companhia e das defendentes eram convergentes e em razão disso não tinham motivo nem obrigação de se abster de votar a matéria em questão.*

II - O Julgamento pelo Colegiado da CVM³⁸

Voto da relatora: *“comprovada a desobediência ao art. 115, parágrafo 1º da Lei 6.404/76, propondo a aplicação à Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI e à Fundação SISTEL de Seguridade Social da pena de multa de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais) para cada uma, prevista no artigo 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76.”*

Voto vencedor do diretor Diretor Wladimir Castelo Branco Castro: *“discordando do voto da Relatora, por entender, em resumo, que em face do que dispõe o artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações, o acionista, controlador ou não, deve exercer o seu direito de voto no interesse da companhia; que a desobediência a esse princípio caracteriza o abuso do direito do voto e no caso específico o conflito de interesses; que o primeiro juízo a respeito do conflito de interesse deve caber ao próprio acionista; que não se deve partir da premissa de que o acionista não votou de boa-fé, devendo o conflito ser apurado a posteriori; e, não estando o Diretor convicto de estar diante de um caso de acionistas que tenham votado com interesse conflitante com o da companhia, propôs a absolvição das acusadas.*

³⁸ Cf Ata da sessão de julgamento do referido Inquérito Administrativo.

Voto do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos: “ o conflito de interesse precisa ser um conflito substancial, estridente, colidente, o interesse inconciliável para que a regra do parágrafo 1º do artigo 115 se aplique; Ressaltando, ainda, ser esse o entendimento majoritário da doutrina tanto no Brasil quanto fora dele. Por fim declara que "se o voto proferido na Assembléia foi proferido por quem não era a contraparte direta da sociedade, simples acionista minoritário da sociedade, não tinha nenhum benefício particular, ainda que indireto, e, portanto, não estava configurada uma situação de conflito de interesses" (sic), razão pela qual absolve as acusadas.”

O Presidente Luiz Leonardo Cantidiano em seu voto, chama a atenção para a leitura do parágrafo 1º do art. 115 da Lei nº 6.044/76, enfatizando que "Quando o acionista contribui para o capital, com um bem do qual ele seja titular, ele está proibido de votar. Quando o acionista está aprovando as suas contas ele também está proibido de provar."

Voto do Presidente da CVM: "no caso concreto o interesse da acionista Telemar e de suas acionistas indiretas, (que são as acusadas Previ e Sistel), era a meu ver convergente com o interesse da companhia..."

Observe-se que, na questão do entendimento do benefício particular, os Diretores Norma Jonssen Parente (voto vencido) e Luiz Antônio de Sampaio Campos (voto vencedor) concordam.

Tendo em vista que os argumentos jurídicos já abordados na seção 2.2 a respeito de conflito de interesses, interesse particular e abuso de poder, a seguir serão transcritos trechos dos votos proferidos no caso em análise que ressaltam novos aspectos, que nos parecem extremamente relevantes.

- ***Abstenção - Medida Preventiva***

Voto vencido

Permitir o voto, para depois questionar-se se houve ou não conflito de interesses ou dano, só tumultuaria a vida da sociedade com as incertezas que podem advir de discussões judiciais, que dependem de provas complexas e acabam aumentando o grau de instabilidade das companhias. (Voto Diretora Norma Parente)

- ***Abstenção - Medida Preventiva***

Voto vencido

A preservação da harmonia e segurança da atividade empresarial necessita de uma medida preventiva, por isso, não pode o voto, em caso de conflito de interesses, ser dado ou tomado. (Voto Diretora Norma Parente)

- ***Conseqüências do voto proferido em Conflito de Interesses***

Voto vencido

- l) **sanção administrativa** a ser aplicada pela CVM, que tem poderes, dentro da sua função de fiscalizar a observância da Lei das Sociedades Anônimas, para punir os infratores com as penalidades descritas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76. Como se trata de sanção administrativa sem qualquer cunho indenizatório, não há necessidade de se constatar a existência de dano para a aplicação da sanção, bastando que o preceito legal tenha sido descumprido;

- II) **sanção civil** através de anulação e/ou indenização dos danos. No caso de indenização, torna-se necessário comprovar a *posteriori* o dano causado para que se possa corrigir o prejuízo. (Voto Diretora Norma Parente)

Por decisão majoritária, absolvidas as acusadas, a CVM ofereceu recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Em janeiro de 2004, o Conselho de Recursos julgou o caso determinando que Sistel e Previ encontravam-se em situação de conflito de interesses. Pelo descumprimento do disposto no Art. 115, parágrafo 1º da Lei das SA., foi-lhes aplicada multa individual de R\$ 100 mil.