DEF 38

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro

149/150

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
do Departamento de Direito Comercial
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano XLVII (Nova Série)
janeiro-dezembro/2008

Com os cumprimentos da Editora

MALHEIROS EDITORES

GOLD, Joseph. "Conditionality", *Pamphlet Series* n. 31, Washington, FMI, 1979.

_____. "Le Fonds Monétaire International et le droit international: une introduction", *Série de Brochures* n. 4, Washington, FMI, 1966, 27 p.

GUITIAN, Manuel. "The unique nature of the responsibilities of the International Monetary Fund", *Pamphlet Series* n. 46, Washington, FMI, 1992, 72 p.

HUME, David. "On the balance of the trade (1975)", in *Essays Moral, Political and Literary*. vol. I, Londres, Longmans, Green, 1898, pp. 330-345.

HUTCHISON, Michael M. "A cure worse than the disease? Currency crisis and output costs of IMF-supported stabilization programs", *NBER Working Paper* n. 8.305, Cambridge, MA, NBER, 2001, 51 p.

JAMES, Harold. "From grandmotherliness to governance: the evolution of IMF conditionality", *Finance & Development*, vol. 35, n. 4, Washington, déc./1998.

JEANNENEY, Sylviane G. *Monnaie et Finances*. Paris, PUF, 1998, 305 p.

KRUEGER, Anne O. "Whither the World Bank and the IMF?", *NBER Working Paper* n. 6.327, Cambridge, MA, NBER, 1997, 93 p.

LELART, Michel. *Le Système Monétaire International*. Paris, La Découverte, Coll. Repères, 2003, 124 p.

LENAIN, Patrick. *Le FMI*. Paris, La Découverte, Coll. Repères, 2002, 124 p.

NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. São Paulo, Ed. RT, 2008, 383 p.

PASTOR RIDRUEJO, José Antonio. "Le droit international à la veille du vingt et unième siècle: normes faits et valeurs", *Académie de Droit International – Recueil des Cours 1998*, t. 274 da Coleção, Holanda, A. W. Sijthoff, Leyde, 1999, pp. 9-308.

POLAK, Jacques J. "The changing nature of IMF conditionality", *Working Paper* n. 41, OCDE, 1991, 81 p.

SACHS, Jeffrey. "Conditionality, debt relief, and the developing country debt crises", *NBER Working Paper* n. 2.644, Cambridge, MA, NBER, 1988, 69 p.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito Concorrencial: as Estruturas*. São Paulo, Malheiros Editores, 2007, 400 p.

_____. *Regulação da Atividade Econômica: Princípios e Fundamentos Jurídicos*. São Paulo, Malheiros Editores, 2008, 239 p.

SCANNAVINO, Aimé. *Les Marchés Financiers Internationaux*. Paris, Dunod, 1999, 126 p.

SOLOMON, Robert. *O Sistema Monetário Internacional: 1945-1976*. Rio de Janeiro, Zahar, 1979, 410 p.

TRIFFIN, Robert. *Gold and Dollar Crisis*. New Haven, Yale University Press, 1960.

TRUMAN, Edwin M. *International Monetary Fund Reform: an Overview of the Issues*. Washington, Institute for International Economics, 2005, 93 p.

VOLKER, Paul, e GYOHTEN, Toyoo. *Changing Fortunes: the World's Money and the Threat to American Leadership*. New York, Times Books, 1992.

WILLIAMSON, John. "The lending policies of the International Monetary Fund", *IMF Conditionality*, Washington, Institute for International Economics, 1983, pp. 605-660.

Institucionais

Banque Centrale Européenne. "Les évolutions récentes de la coopération internationale", *Bulletin mensuel de la BCE*, Banque Centrale Européenne, fév./2002, pp. 55-67.

Bank for International Settlements. *78th Annual Report*. Basel, BIS, 2008.

Fonds Monetaire International. *Perspectives de l'Economie Mondiale*. Washington, IMF, 2005.

Fonds Monetaire International, Banque Mondiale. *Strengthening IMF-World Bank Collaboration on Country Programs and Conditionality Progress Report*. Washington, FMI, 2002, 25 p.

United States Congress - International Financial Institution Advisory Commission: MELTZER, Allan H.; BERGSTEN, C. Fred; CALOMIRIS, Charles W.; CAMPBELL, Tom; FEULNER, Edwin J.; HOSKINS, W. Lee; HUBER, Richard L.; JOHNSON, Manuel H.; LEVINSON, Jerome I.; SACHS, Jeffrey D.; TORRES, Esteban Edward. *Meltzer Report*. 2000, 174 p.

Jurisprudência Comentada

AINDA O CONCEITO DE BENEFÍCIO PARTICULAR: ANOTAÇÕES AO JULGAMENTO DO PROCESSO CVM N. RJ-2009/5.811

ERASMO VALLADÃO A. E N. FRANÇA

1. Introdução (colocação do problema). 2. Interpretação sistemática da LSA. 3. Investigação histórica e direito comparado: 3.1 Direito francês; 3.2 Direito alemão; 3.3 Direito brasileiro. 4. Conclusão.

Incorporação da Duratex S/A pela Satipel Industrial S/A – Benefício particular ao acionista controlador – Processo RJ-2009/5.811

Reg. n. 6.594/2009

Relator: SEP

Trata-se de incorporação da Duratex S/A pela Satipel Industrial S/A. A Superintendência de Relações com Empresas – SEP relatou que a relação de substituição atribuída às ações ordinárias e preferenciais detidas pelos acionistas minoritários da Duratex (2,54467001 ações ordinárias da Satipel/ação ordinária e preferencial da Duratex detida pelos não controladores) é 16,67% menor que aquela atribuída às ações ordinárias detidas pelo acionista controlador da Duratex (3,05360401 ações ordinárias da Satipel).

Na opinião da SEP, a operação beneficia os controladores da Duratex de modo particular, provocando o impedimento de voto previsto no art. 115, § 1º, da lei societária.

O Diretor Marcos Pinto concordou com o entendimento da SEP, concluindo que: (i) os controladores da Duratex não poderão votar na deliberação da assembléia geral relativa à incorporação pela Satipel; (ii) em operações em que se estabeleçam relações de troca distintas para ações de diferentes espécies ou classes, todos os acionistas beneficiados estarão impedidos de votar; e (iii) na hipótese referida no item anterior, caso todos os acionistas com direito a voto estejam impedidos de votar, a companhia poderá convocar assembléia especial de preferencialistas para deliberar sobre a operação.

A Presidente Maria Helena Santana acompanhou o voto do Diretor Marcos Pinto.

Para o Diretor Eliseu Martins, a Duratex, na essência, adquire a Satipel e, na forma, ocorre o contrário. O Diretor observou que a operação, na incorporação, inclui alteração na proporção entre as ações da adquirente em poder de seus controladores e as em poder dos demais acionistas. Como estes se agrupam em dois conjuntos, os dos minoritários no controle e o dos preferencialistas, o Diretor considera que, em tese, caso fosse juridicamente possível, esses dois grupos deveriam deliberar separadamente. Em não sendo possível, o Diretor Eliseu Martins também

acompanhou o voto apresentado pelo Diretor Marcos Pinto.

Para o Diretor Eli Loria, a operação apresentada, no que tange à diferenciação de relação de substituição entre acionistas detentores de ações ordinárias, mais do que configurar benefício particular ao acionista controlador da Duratex, nos termos do art. 115, § 1º, da lei societária, configura uma ilegalidade. Para o Diretor, trata-se de infração ao disposto no art. 15, § 1º, que veda a existência de classes de ações ordinárias na companhia aberta, bem como de infração ao disposto no art. 109, § 1º, ambos da lei societária, que determina direitos iguais aos titulares de ações de mesma classe.

Quanto à migração das ações preferenciais da Duratex em ações ordinárias da Satipel, o Diretor Eli Loria entendeu que a mesma poderá ocorrer no momento da incorporação. Entretanto, como a diferença de valor não é calculada por critérios objetivamente verificáveis, tais como diferenças de dividendos ou diferentes cotações das ações no mercado, a operação dependerá de aprovação da maioria dos acionistas detentores de ações preferenciais reunidos em assembléia especial.

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

O Diretor Otavio Yazbek também apresentou voto, concluindo que, embora considere, nos termos do voto apresentado pelo Diretor Marcos Pinto, haver benefício privado na operação proposta, há uma questão ainda preliminar, de forma, que impediria a realização da operação. Neste sentido, entende não ser possível a diferenciação entre as relações de troca de ações ordinárias pertencentes a controladores e minoritários no âmbito de operações de incorporação, e acompanha o voto do Diretor Eli Loria, sustentando que a operação em questão não pode sequer ser realizada nos termos em que foi apresentada à CVM.

Ao final da discussão, vencidos os Diretores Eli Loria e Otavio Yazbek, nos termos de seus votos, o Colegiado deliberou, por maioria, nos termos do voto apresentado pelo Diretor Marcos Pinto, que (i) os controladores da Duratex não poderão votar na deliberação da assembléia geral relativa à incorporação pela Satipel; (ii) em operações em que se estabeleçam relações de troca distintas para ações de diferentes espécies ou classes, todos os acionistas beneficiados estarão impedidos de votar; e (iii) na hipótese referida no item anterior, caso todos os acionistas com direito a voto estejam impedidos de votar, a companhia poderá convocar assembléia especial dos acionistas detentores de ações preferenciais para deliberar sobre a operação.

Manifestação da Área Técnica

Para: GEA-3 Relatório de Análise/CVM/SEP/GEA-3/n. 061/09

De: Juliana Vicente Bento

Data: 3.7.2009

Assunto: Incorporação da Duratex S/A pela Satipel Industrial S/A

Processo CVM RJ-2009/5.811

Senhor Gerente,

1. Trata-se de incorporação da Duratex S/A ("Duratex" ou "Companhia") pela Satipel Industrial S/A ("Satipel" ou "Incorporadora").

Histórico

2. Em 22.6.2009, a Duratex e a Satipel divulgaram Fato Relevante acerca da associação entre as duas companhias (fls. 01/04), nos seguintes principais termos:

a) a Itaúsa – Investimentos Itaú S/A e Companhia Ligna de Investimentos, controladores respectivamente da Duratex e da Satipel, assinaram contrato irrevogável e irretratável de associação entre as empresas visando unificar as suas operações;

b) a associação entre Duratex e Satipel tem por objetivo reforçar as vantagens competitivas baseadas na adoção das melhores práticas de gestão e na potencialização de culturas e competências empresariais que, aliadas a uma maior capacidade de inovação tecnológica e de desenvolvimento de produtos, resultará na criação de uma empresa global, com ganhos de escala em mercados cada vez mais disputados e preparada para continuar sua bem sucedida trajetória de crescimento sustentável;

c) a empresa resultante será ainda mais atraente para seus colaboradores, em função de sua dimensão e representatividade;

d) a operação será implementada por meio de reorganização societária na qual a Satipel incorpora a Duratex, cujos acionistas receberão ações ordinárias a serem emitidas pela Satipel;

e) serão emitidas 348.785.970 ações ordinárias a serem atribuídas aos acionistas da Duratex na seguinte proporção: (i) 3,05360401 ações de emissão da Satipel por ação ordinária da Duratex detida pelos controladores e, (ii) 2,54467001 ações de emissão da Satipel por ação ordinária e preferencial da Duratex, detida pelos demais acionistas;

f) a depender do resultado das *due diligences* na Duratex e Satipel, as relações de substituição de ações ordinárias e preferenciais da Duratex por ações ordinárias da Satipel podem ser ajustadas;

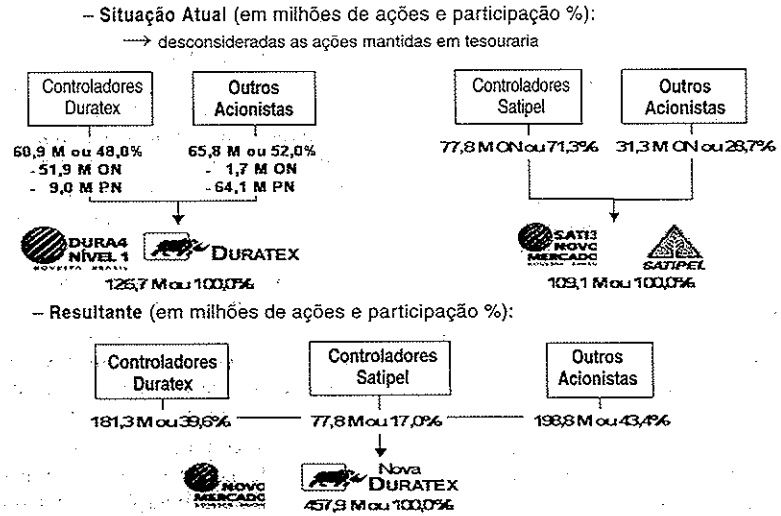
g) a operação será submetida à aprovação dos acionistas da Duratex e da Satipel, em Assembléias Gerais Extraordinárias a serem oportunamente convocadas, para apreciação do Protocolo e Justificativa de Incorporação (a ser oportunamente preparado e divulgado) e aprovação do aumento de capital da Satipel na forma acima estabelecida;

h) a ações da companhia incorporadora a serem emitidas participarão integralmente dos resultados do exercício social em curso;

i) as companhias oportunamente divulgarão, tão logo elaborado, o Protocolo e Justificativa de Incorporação, bem como novo Fato Relevante contendo as informações requeridas pela Instrução CVM n. 319.

j) a companhia resultante será denominada Duratex S/A, com ações listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, com *free float* acima de 40% do capital e o compromisso de manter os mais elevados padrões de governança corporativa;

k) a estrutura societária das empresas antes e após a incorporação está representada a seguir:



l) o Conselho de Administração da empresa resultante será composto por nove membros dos quais 4 (quatro) indicados pelos controladores da Duratex, 2 (dois) pelos controladores da Satipel e 3 (três) membros independentes. O Presidente do Conselho de Administração será Salo Davi Seibel e o Presidente Executivo será Henri Penchas; e

m) as ações de ambas as empresas continuarão a ser negociadas de forma independente até a efetivação da incorporação que será oportunamente divulgada ao mercado.

3. Nesta mesma data (22.6.2009), foi encaminhado à Duratex o Ofício/CVM/SEP/GEA-3/n. 335/09 (fls. 05/09), solicitando informar, por meio do Sistema IPE, quais os critérios utilizados para a fixação das relações de substituição fixadas na operação, bem como se os acionistas controladores da Duratex S/A votarão na assembléia que irá deliberar acerca da mencionada incorporação, uma vez que a CVM já teria se manifestado no sentido de que os acionistas controladores estarão impedidos de votar, na forma do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976, em operações de incorporação em que a relação de troca atribuída às ações de emissão da Companhia por eles detidas seja diferente daquela estabelecida às demais ações de emissão da Companhia, ainda que de espécie ou classe diversas, caso tal diferença de valor não seja baseada em critérios objetivamente verificáveis.

4. Em 23.6.2009, foi divulgada no jornal *Valor Econômico* reportagem acerca da operação envolvendo Duratex e Satipel em que consta, entre outras informações, que a relação de substituição para os acionistas minoritários, ordinaristas e preferencialistas, foi estabelecida com base na média das cotações (das ações preferenciais) registradas nos 45 dias úteis encerrados em 15.6.2009 (fls. 10/11).

5. Em 25.6.2009, a Duratex enviou resposta ao ofício acima mencionado, conforme abaixo resumido (fls. 12/13):

a) foram adotados como base da relação de substituição das ações preferenciais da Duratex por ações ordinárias da Satipel valores que foram fruto de negociação entre partes independentes, e cuja escolha se refletiu de forma bastante positiva nas cotações das ações envolvidas a partir da divulgação da operação;

b) com base neste valor, e sempre de forma objetiva, definiu-se um diferencial correspondente à diferença de direitos em caso de operações envolvendo o controle da companhia, nos termos do art. 254-A da lei societária e na alínea "c" do art. 5º do estatuto social da Duratex, que assegura às ações preferenciais o mesmo direito das ações ordinárias dos acionistas minoritários, ou seja, 80% do valor recebido pelo acionista controlador;

c) na relação de substituição de ações estabelecida, esse valor objetivamente determinado no texto legal sofreu ainda uma redução, favorável aos acionistas minoritários, que irão receber ações da Satipel (com o novo nome de Duratex S/A) com base em uma relação de substituição correspondente a 83,33% daquela aplicável ao acionista controlador da Duratex, que passou a compartilhar esse controle com o bloco controlador da Satipel;

d) não se aplicou no caso o procedimento subtrativo criticado no Parecer de Orientação n. 34, de determinação do valor econômico da companhia (*equity value*), subtraindo dele o valor de mercado apurado com base na ação mais líquida, para definir-se a diferença como valor do bloco de ações do acionista controlador;

e) esse diferencial foi estabelecido com base em um critério objetivo, qual seja, aquele previsto na lei para a distinção de tratamento entre as ações dos minoritários (inclusive as ações preferenciais) e as ações do acionista controlador; e

f) a baixíssima liquidez das ações ordinárias da Duratex torna inaplicável a comparação das cotações de valores de mercado das duas espécies de ações da companhia.

6. Em 26.6.2009, foi encaminhado à Duratex o Ofício/CVM/SEP/GEA-3/n. 339/09 (fls.14/18), por meio do qual:

a) solicitou-se esclarecimentos quanto à aparente divergência com relação ao critério de estabelecimento da relação de substituição dos acionistas minoritários, ordinaristas e preferencialistas divulgado na reportagem de 23.6.2009 e na resposta ao Ofício/CVM/SEP/GEA-3/n. 335/09; e

b) lembrou-se que, segundo o Parecer de Orientação n. 34, (i) a justificativa, com base no art. 254-A da Lei n. 6.404/1976, para a diferença entre as relações de substituição estabelecidas para os acionistas controladores e para os acionistas minoritários, ordinaristas e preferencialistas, *não* seria suficiente para afastar o impedimento de voto do acionista controlador por benefício particular; (ii) tal justificativa seria válida no âmbito de uma OPA por alienação do controle *porque a lei assim o determina*; e (iii) o impedimento de voto por benefício particular somente estaria afastado se a diferença de relação de troca se baseasse em critérios objetivamente verificáveis (como fluxo de caixa descontado ou as diversas cotações em mercados organizados), e *não* na justificativa de que as ações detidas pelo acionista controlador têm valor maior que as ações não integrantes do bloco de controle, nos termos do referido art. 254-A, conforme mencionado em sua resposta ao Ofício/CVM/SEP/GEA-3/n. 335/09, de 22.6.2009.

7. Em 30.6.2009, a Duratex enviou resposta ao ofício acima citado (fls. 19/21), nos seguintes principais termos:

a) a evolução dos valores de mercado das ações das duas companhias nos últimos pregões foi apenas um dos fatores considerados, em conjunto com outros fatores de natureza negocial, na relação de substituição, fixada de forma totalmente independente, como se disse anteriormente;

b) cabe esclarecer que tal relação de substituição de ações da Duratex por ações da Satipel, que se refletiu de forma positiva no entendimento do mercado, a partir da divulgação da operação, não diz respeito à relação interna entre a substituição de ações da Duratex do grupo controlador e dos acionistas minoritários, até mesmo em função da baixa liquidez das ações ordinárias dessa companhia, que impediria o uso das mesmas cotações como critério objetivo de distinção;

c) nessa linha, é válido recordar o conceito próprio ao Parecer de Orientação n. 5, segundo o qual o estabelecimento de distinções de tratamento societário entre ações de espécies diferentes supõe a existência de significativos índices de negociabilidade de ambas, o que torna aplicável no caso a busca de outros critérios objetivos para estabelecer a distinção adotada entre ações do grupo controlador e ações dos minoritários;

d) por esta razão, adotou-se como base para definir a relação de substituição entre ações do bloco de controle da Duratex e dos acionistas minoritários a diferença de tratamento prevista no art. 254-A da Lei n. 6.404/1976, que define *a priori* um valor para o prêmio de controle, ainda algo superior àquele adotado no caso concreto, conceito esse refletido no art. 5º, alínea "c" do estatuto social da companhia, tudo dentro do contexto do Parecer de Orientação n. 34;

e) quanto ao texto do dito Parecer de Orientação n. 34, onde se concluiria que tal justificativa seria em qualquer caso válida apenas no contexto de uma oferta pública de compra de ações ("OPA"), é preciso considerar que o conceito em questão há de ser entendido no contexto em que foi elaborado, já que no parágrafo imediatamente anterior ao referido se alude – o que é o motivo central do parecer – ao tratamento diferenciado entre ações da "Sociedade *Holding*" e dos acionistas minoritá-

rios, se aquela não tem outros ativos que justificassem essa distinção;

f) aqui, ao contrário, a situação é bem diversa, e a negociação que resultou nas relações de troca não se deu entre a dita Sociedade *Holding* e a sua controlada, mas entre a Duratex e outra sociedade totalmente independente, qual seja, a Satipel;

g) não se justifica que se afaste esta distinção apenas porque não se verificou a ocorrência de uma OPA, quando a lei simplesmente se limitou a reconhecer uma distinção essencial preexistente, qual seja, o valor adicional do bloco de controle;

h) aplicar o conceito do Parecer de Orientação n. 34 dessa forma envolve um equívoco lógico relevante: dizer que não ocorreu a OPA e por isto o critério não pode ser adotado deixa de lado que, se ocorresse uma OPA, o critério objetivamente exigido seria exatamente este (*i.e.*, o desconto de 20% ou, o que resulta no mesmo, o acréscimo de 25%);

i) não é possível, assim, negar a objetividade ou a possibilidade de sua verificação se o critério seguido é exatamente o critério da lei;

j) existe uma diferença fundamental que o Parecer de Orientação n. 34 considera a cada passo e que não pode deixar de ser reconhecida no exame deste caso: uma coisa é a valorização do prêmio de controle em bases superiores ao valor de mercado das ações, procedimento que se torna arbitrário se feito aprioristicamente sem a existência de uma OPA (e foi o que ocorreu no caso concreto que ensejou a edição do dito ato administrativo); outra, bem diversa, e que nada tem de apriorística, sendo totalmente objetiva (a ponto de, a rigor, prescindir de verificação), é o reconhecimento pela lei de um fato preexistente, qual seja o valor legitimamente atribuído ao prêmio de controle, definido pelo legislador em 25% do valor das ações dos minoritários, a partir da experiência internacional, e aceito pelo legislador ao ensejo da edição da Lei n. 10.303/2001;

k) com efeito, não se pode negar a objetividade do critério legal que atribui às ações de controle um prêmio não superior a 25% (já que é esta, a contrário senso, a dicção da lei, ao exigir uma oferta aos minoritários por valor "no mínimo igual a 80%" do valor pago às ações do acionista controlador);

l) uma coisa, enfim, é dizer-se que o prêmio de controle não vale mais que o preço de mercado das ações de uma companhia aberta se isto não for objetivamente verificado numa OPA (situação tratada pelo princípio referido do Parecer de Orientação n. 34 e que em nada se identifica com o caso concreto); outra, bem diversa, é reconhecer-se que as ações integrantes do bloco de controle, por força de lei, fazem jus a um diferencial de preço de 25% aceito pela própria lei, em relação às demais ações. No primeiro caso, não há critério objetivamente verificável que afaste o tratamento do Parecer de Orientação n. 34; no segundo, a objetividade do percentual da distinção advém do próprio texto legal, e é disto que se trata na hipótese ora concretamente considerada;

m) dito de outra forma, no primeiro caso teórico, censurado pela CVM, presume-se *a priori* que um potencial adquirente irá pagar pelas ações integrantes do mesmo um ágio substancial; no segundo – que é o caso em questão – sabe-se objetivamente que em qualquer caso uma OPA não poderá ser menos favorável do que o critério também objetivo de distinção aqui adotado; e

n) em tais circunstâncias, entende a companhia que o critério seguido na distinção da relação de troca entre ações integrantes do bloco de controle e as demais ações, mais do que objetivamente verificável, é aquele indicado pela lei, e por isto atende às exigências do Parecer de Orientação n. 34.

Análise

8. Inicialmente, cabe destacar que esta operação insere-se no Plano Bienal, tendo em vista que se trata do Evento de Risco 4, item 4, ação de alta intensidade, em função de a Duratex classificar-se no Grupo 1 e a Satipel, no Grupo 2.

9. Com relação à incorporação da Duratex pela Satipel, destacam-se os seguintes aspectos:

a) trata-se de operação entre partes independentes;

b) foram estabelecidas duas relações de substituição: uma para os acionistas controladores da Duratex (resultante de negociação entre partes independentes) e outra para os acionistas minoritários da Companhia, ordinaristas e preferencialistas (baseada no critério previsto no art. 254-A da Lei n. 6.404/1976 para os casos de ofertas públicas por alienação de controle); e

c) a relação de substituição atribuída às *ações ordinárias e preferenciais* detidas pelos acionistas minoritários da Duratex (2,54467001 ações ordinárias da Satipel/ação) é 16,67% menor que aquela atribuída às *ações ordinárias* detidas pelo acionista controlador (3,05360401 ações ordinárias da Satipel/ação).

10. Em resumo, verifica-se que, na presente operação, existem *diferentes relações de troca*:

a) *para uma mesma espécie de ações*, uma vez que as ações ordinárias detidas pelo controlador farão jus a uma relação de troca mais vantajosa que aquela atribuída às ações ordinárias detidas pelos acionistas minoritários; e

b) *entre espécies de ações*, já que as ações ordinárias detidas pelo controlador farão jus a uma relação de troca mais vantajosa que aquela atribuída às ações preferenciais detidas pelos acionistas minoritários.

11. Na presente operação, a meu ver, os acionistas controladores da Duratex serão particularmente beneficiados com a incorporação da Duratex pela Satipel, na medida em que a eles foi atribuída uma relação de substituição mais vantajosa que aquela fixada aos demais acionistas ordinaristas da Companhia.

12. Assim sendo, nos termos do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976, entendo que os acionistas controladores da Duratex estariam impedidos de votar na assembléia que deliberará acerca da sua incorporação pela Satipel, não havendo na lei societária em vigor dispositivo que afaste tal impedimento de voto.

13. No entanto, tendo em vista que a CVM já se manifestou acerca da interpretação do citado art. 115 por meio do Parecer de Orientação CVM n. 34/2006, caberia verificar a eventual aplicabilidade, à presente operação, das recomendações contidas no referido Parecer de Orientação, inclusive acerca da possibilidade de afastamento do impedimento de voto pelos acionistas controladores da Duratex.

14. Em resumo, segundo o Parecer de Orientação CVM n. 34/2006:

a) o impedimento de voto por benefício particular previsto no § 1º do art. 115 da Lei n. 6.404/1976 somente estaria afastado se a diferença de relação de troca se baseasse em critérios objetivamente verificáveis; e

b) a justificativa, com base no art. 254-A da Lei n. 6.404/1976, para a diferença entre as relações de substituição estabelecidas para os acionistas controladores e para os acionistas não integrantes do bloco de controle *não* seria suficiente para afastar o impedimento de voto do acionista controlador por benefício particular. Tal justificativa seria válida no âmbito de uma OPA por alienação do controle porque a lei assim o determina.

15. A respeito das conclusões apresentadas no citado no Parecer de Orientação CVM n. 34/2006, é relevante citar que os exemplos lá descritos *possuem características diferentes da operação ora anali-*

sada, sobretudo por se referirem a operações entre partes relacionadas, em que o acionista controlador confirma o sobrepreço de suas ações ao votar na assembléia de incorporação, sem que esse sobrepreço seja objeto de uma negociação com outra parte independente, caracterizando-se o benefício particular previsto no art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976.

16. Quando questionada acerca dos critérios utilizados para estabelecer as relações de troca, a Companhia (vide itens "d", "e" e "f" do parágrafo 7º, retro):

a) informou que a diferença do valor entre as ações ordinárias detidas pelo acionista controlador e as ações ordinárias e preferenciais pertencentes aos acionistas minoritários foi estabelecida com base em um *critério objetivo*, qual seja, aquele previsto no art. 254-A da Lei n. 6.404/1976 e na alínea "c" do art. 5º do estatuto social da Duratex (que assegura às ações preferenciais o mesmo direito das ações ordinárias dos acionistas minoritários, ou seja, 80% do valor recebido pelo acionista controlador em caso de Oferta Pública por alienação de controle); e

b) argumentou que a manifestação contida no Parecer de Orientação CVM n. 34/2006 no sentido de que a justificativa, com base no art. 254-A da Lei n. 6.404/1976, para a diferença entre as relações de substituição estabelecidas para os acionistas controladores e para os acionistas minoritários não seria suficiente para afastar o impedimento de voto do acionista controlador por benefício particular referia-se à situação em que as relações de troca foram negociadas entre uma Sociedade *Holding* e a sua controlada, o que não ocorre no presente caso, já que a negociação ocorreu entre a Duratex e outra sociedade totalmente independente, qual seja, a Satipel.

17. Assim sendo, considerando as características específicas da presente incorporação, *entendo* que se faz necessário que o Colegiado da CVM se manifeste sobre esse tipo de operação com diferentes relações de substituição, em especial se o impedimento de voto do acionista controlador (previsto no § 1º do art. 115 da Lei n. 6.404/1976) estaria afastado em casos de negociação entre partes independentes, em que a relação de substituição atribuída aos acionistas não integrantes do bloco de controle (ordinaristas e preferencialistas) seja calculada com base no art. 254-A da Lei n. 6.404/1976 (ou seja, com um deságio de no máximo 20% em relação à relação de substituição atribuída ao controlador), concluindo (ou não) que se está diante de critérios objetivamente verificáveis.

18. Cabe lembrar que a alienação de controle de companhia aberta não está sujeita à aprovação dos acionistas com direito a voto em assembléia geral, tendo a Lei n. 6.404/1976, em seu art. 254-A, garantido aos acionistas ordinaristas não integrantes do bloco de controle o direito de alienar suas ações em oferta pública que garanta preço no mínimo igual a 80% do valor pago às ações com direito a voto dos acionistas controladores (tal direito pode ser estendido aos acionistas preferencialistas não integrantes do bloco de controle pelo estatuto social da companhia).

19. Diversamente ocorre nos casos de incorporação, em que a operação é matéria de assembléia geral de acionistas, em que estes poderão (ou não) aprová-la, não lhes tendo sido garantido pela lei societária qualquer percentual mínimo em relação ao valor negociado pelo acionista controlador, mas tendo sido vedado, pelo § 1º do art. 115 da Lei n. 6.404/1976, que o acionista particularmente beneficiado vote na assembléia que deliberará acerca da operação.

Considerações adicionais

20. Caso as relações de substituição fossem calculadas com base nas cotações médias ponderadas das *ações ordinárias e preferenciais da Duratex e ordinárias da Satipel*, seriam obtidos os seguintes valores (fls. 22/28):

	60 pregões anteriores à divulgação da operação	45 pregões anteriores à divulgação da operação	30 pregões anteriores à divulgação da operação
Ações ON da Duratex	3,608493	3,5139094	3,4784874
Ações PN da Duratex	3,0327513	2,9420382	2,9416232

21. Da tabela acima, verifica-se que a relação de troca fixada na operação para as ações ordinárias e preferenciais dos acionistas minoritários no valor de 2,54467001 ações ordinárias da Satipel/ação é menos vantajosa que aquela que seria obtida se calculada utilizando a média ponderada das cotações de mercado por qualquer dos períodos acima (cabe lembrar que segundo a matéria divulgada em 23.6.2009, mencionada no parágrafo 4º, retro, a relação de substituição foi estabelecida com base na média das cotações das ações preferenciais da Companhia registradas nos 45 dias úteis encerrados em 15.6.2009).

22. Ressalte-se ainda que tal assunto (qual seja, a aplicabilidade das recomendações do Parecer de Orientação CVM n. 34/2006 em situações em que houve negociação entre partes independentes) foi objeto de análise pela SEP no âmbito do Processo CVM RJ-2008/10.832, que tratou da incorporação de ações do Unibanco *Holdings* S/A e do Unibanco – União de Bancos Brasileiros S/A pela Itaú Unibanco *Holding* S/A, atual Banco Itaú *Holding* Financeira S/A e que foi encaminhado ao Colegiado para deliberação, ainda pendente.

23. Naquele caso, *diferentemente do presente*, foi atribuída a mesma relação de substituição a todas as ações ordinárias (tanto as detidas pelo acionista controlador, quanto pelos minoritários), que, por sua vez, era diferente daquela estabelecida às ações preferenciais.

24. Por fim, cabe destacar que a operação de incorporação da Duratex pela Satipel divulgada em 22.6.2009 *encontra-se em andamento*, de forma que a CVM tem a oportunidade de atuar preventivamente, antes da assembléia geral de acionistas da Duratex que deliberará acerca da operação e que ainda não foi convocada, caso o Colegiado assim entenda.

Conclusão

25. Assim sendo, tendo em vista a existência de benefício particular ao acionista controlador da Duratex (parágrafos 11 e 12, retro), entendo que este estaria impedido de votar na assembléia geral que deliberará acerca da incorporação de que se trata, nos termos do art. 115, § 1º, da Lei n. 6.404/1976, a não ser que a CVM manifeste-se no sentido de que tal impedimento estaria afastado em casos de negociação entre partes independentes, em que a relação de substituição atribuída aos acionistas não integrantes do bloco de controle (ordinaristas e preferencialistas) seja calculada com base no art. 254-A da Lei n. 6.404/1976 (ou seja, com um deságio de no máximo 20% em relação à relação de substituição atribuída ao controlador), concluindo (ou não) que se está diante de critérios objetivamente verificáveis.

Isto posto, *sugiro* o encaminhamento do presente processo à Superintendência-Geral, para posterior envio ao Colegiado da CVM, para manifestação de seu entendimento, sobretudo acerca da impossibilidade de voto do acionista controlador da Duratex na assembléia que deliberará sobre a sua incorporação pela Satipel.

Atenciosamente,

JULIANA VICENTE BENTO – Analista.

Razões de Voto do Diretor MARCOS PINTO

1. Introdução

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

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

1.3 A SEP entende que a relação de troca mais favorável aos controladores da Duratex gera para estes um benefício particular. Daí conclui que os controladores estarão impedidos de votar na assembléia geral que deliberar a respeito da incorporação, conforme prevê o art. 115 da Lei n. 6.404, de 1976.

2. Benefício Particular

2.1 O art. 115, § 1º, da Lei n. 6.404, de 1976, deixa claro que "o acionista não poderá votar nas deliberações (...) que puderem beneficiá-lo de modo particular". É preciso determinar, portanto, se a incorporação da Duratex pela Satipel confere um benefício particular aos acionistas controladores. Em caso afirmativo, os controladores da Duratex estarão impedidos de votar.

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

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

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

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

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

2.7 Portanto, não tenho dúvida alguma de que o art. 115, § 1º, da Lei n. 6.404, de 1976, é aplicável a este caso. Concordo, por conseguinte, com a análise da SEP: os controladores estão impedidos de votar na deliberação a ser tomada pela assembléia geral da Duratex acerca da incorporação pela Satipel.

3. Eficiência Econômica

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

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

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

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

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

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

1. *Nesse sentido*, p. ex.: E. V. França. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S/A*, São Paulo, 1993, p. 70.

2. Concordo, portanto, com a posição do Diretor Marcelo Trindade no IA RJ-2001/4.977, julgado em 19.12.2001. Nada me convence de que devamos ficar amarrados a uma interpretação histórica particular de qualquer conceito jurídico, sobretudo quando a realidade mudou radicalmente, tornando a interpretação ultrapassada. Para sermos fiéis ao próprio texto da lei, precisamos adaptar nossas interpretações às novas condições históricas, pois o real significado da norma depende tanto do texto quando do contexto em que está inserido.

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

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

so por parte da minoria é bem menos significativo.[5]

3.7 Façamos uma análise isenta: quando o risco de abuso é maior? Quando se impede o controlador de votar, como fez a Lei n. 6.404, de 1976, deixando a decisão nas mãos de acionistas minoritários dispersos, que não têm qualquer benefício particular? Ou quando se deixa o controlador decidir sozinho acerca de uma proposta que o beneficia particularmente em relação aos demais acionistas?[6]

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

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

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

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

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

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

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

4. Negociação Independente

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.10 Diante desses fatos, não vejo como afastar a conclusão do relatório de análise da SEP, segundo o qual o controlador da Duratex está impedido de votar na assembléia geral relativa à incorporação da companhia pela Satipel. Essa é, sem dúvida, a conclusão correta à luz do art. 115, § 1º, da Lei n. 6.404, de 1976.

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

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

7. Nesse sentido, o memorando que submeti à apreciação do colegiado em 30.5.2008, sobre incorporações de controladas.

8. Processo CVM RJ-2008/4.156, decidido em 17.6.2008.

5. Espécies ou Classes Distintas

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

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

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

6. Conclusão

6.1 Por todo o exposto, concluo que:

i) os controladores da Duratex não poderão votar na deliberação da assembléia geral relativa à incorporação pela Satipel;

ii) em operações em que se estabeleçam relações de troca distintas para ações de diferentes espécies ou classes, todos os acionistas beneficiados estarão impedidos de votar;

iii) na hipótese referida no item anterior, caso todos os acionistas com direito a voto estejam impedidos de votar, a companhia poderá convocar assembléia especial para aprovar a operação.

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

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2009.

MARCOS BARBOSA PINTO

Declaração de Voto do Diretor ELI LORIA

A Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") apresenta seu Memo/CVM/SEP/GEA-3/n. 175/09, de 3.7.2009, tratando da incorporação da Duratex S/A ("Duratex") pela Satipel Industrial S/A ("Satipel"), resumida e analisada no RA/CVM/SEP/GEA-3/n. 061/09, de 3.7.2009 (fls. 29/37).

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

A SEP, em linha com as conclusões da citada análise GEA-3, conclui pela existência de benefício particular ao acionista controlador da Duratex e indaga "acerca do eventual afastamento do impedimento de voto em casos de negociação entre partes independentes, em que a relação de substituição atribuída aos acionistas não integrantes do bloco de controle (ordinaristas e preferencialistas) seja calculada com base no art. 254-A da Lei n. 6.404/1976, concluindo (ou não) que se está diante de critérios objetivamente verificáveis".

Nesse ponto vale esclarecer que o Parecer de Orientação CVM n. 34, de 18.8.2006, buscou explicitar critérios em operações de unificação de espécies de ações e de migração de companhias listadas em segmentos tradicionais de negociação na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa para o segmento especial denominado Novo Mercado (e potencialmente também para aquele denominado de Nível 2).

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

A operação apresentada, entretanto, no que tange à diferenciação de relação de substituição entre acionistas detentores de ações ordinárias, no meu entender, mais do que configurar benefício particular ao acionista controlador da Duratex, nos termos do art. 115, § 1º,[12] da lei societária, configura uma ilegalidade.

Trata-se de infração ao disposto no art. 15, § 1º,[13] que veda a existência de classes de ações ordinárias na companhia aberta, bem como de infração ao disposto no art. 109, § 1º,[14] ambos da lei societária, que determina direitos iguais aos titulares de ações de mesma classe.

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

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

A propósito, lembro o disposto no art. 1º, II, da Instrução CVM n. 323/2000 que define hipóteses de exercício abusivo do poder de controle, consideradas em seu art. 2º como infração grave, para os efeitos do art. 11, § 3º, da Lei n. 6.385/1976.

> Art. 1º. São modalidades de exercício abusivo do poder de controle de companhia aberta, sem prejuízo de outras previsões legais ou regulamentares, ou de outras condutas assim entendidas pela CVM: (...); II – a realização de qualquer ato de reestruturação societária, no interesse exclusivo do acionista controlador;

Por outro lado, a incorporação é uma operação em que uma ou mais sociedades, de tipos iguais ou diferentes, são absorvidas por outra que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, declarando o art. 219, II,[15] extinta a companhia pela incor-

9. Conforme decidiu a CVM no Parecer de Orientação n. 34, de 18.8.2006.

10. Para as razões que justificam esse procedimento, confira-se o voto do Diretor Pedro Marcilio nos Processos CVM RJ-2006/7.204 e 7.213, decididos em 17.10.2006.

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

12. "Art. 115. (...). § 1º. O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia."

13. "Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confiram a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. § 1º. As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes."

14. "Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...). § 1º. As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares."

15. "Art. 219. Extingue-se a companhia: I – pelo encerramento da liquidação; II – pela incorporação ou fusão, e pela cisão com versão de todo o patrimônio em outras sociedades."

poração, tratando-se da inserção do patrimônio líquido da incorporada no patrimônio da incorporadora.

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

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

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

É consabida a evolução legislativa do direito de retirada em casos de incorporação e a redação atual do art. 137 da Lei n. 6.404/1976 (dada pela Lei n. 10.303/2001) prevê a sua não incidência em casos em que a espécie ou classe tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando liquidez o fato da ação integrar índice geral representativo de carteira de valores mobiliários, admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, e dispersão, quando o acionista controlador detiver menos da metade da espécie ou classe de ação.

No caso concreto, a Duratex esclareceu em Comunicado ao Mercado de 22.6.2009 (disponível no *site* da CVM) que os acionistas preferencialistas não terão direito de retirada, uma vez que essas ações integram o Índice Bovespa e que os acionistas controladores detêm menos da metade dessa espécie de ação. Os acionistas detentores de ações ordinárias dissidentes, inscritos nos livros da Companhia até 19.6.2009, inclusive, terão direito de recesso e ao reembolso de suas ações (R$ 13,35).

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

Assim, a utilização do parâmetro de 80% de diferença de valor entre ações de controladores e de não-controladores somente pode ser empregada no âmbito do art. 254-A[16] sendo totalmente equivocada a equiparação de institutos diversos, incorporação e alienação de controle. Note-se que o art. 254-A dá os 80% como valor mínimo a ser oferecido aos acionistas ordinaristas minoritários.

Quanto à migração das ações preferenciais da Duratex em ações ordinárias da Satipel, entendo que a mesma poderá ocorrer no momento da incorporação. Entretanto, como a diferença de valor não é calculada por critérios objetivamente verificáveis, tais como diferenças de dividendos ou diferentes cotações das ações no mercado, a operação dependerá de aprovação da maioria dos acionistas detentores de ações preferenciais reunidos em assembléia especial).[17] No caso, a companhia

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

17. Ver Processo CVM n. RJ-2007/0947 – Iochpe-Maxion S/A tratado na reunião do Colegiado realizada em 22.5.2007, com votos divergentes apenas quanto ao quesito de quais acionistas preferencialistas poderiam votar na assembléia especial. Na ocasião em posição minoritária acompanhei o Diretor Pedro Marcilio que divergiu do Relator, nos termos de seu voto apresentado na reunião do Colegiado de 25.9.2006 (Processo n. RJ-2006/6.785 – Telemar): "só poderão votar, na Assembléia, os titulares de ações preferenciais e ordinárias que, ao final da Reestruturação Societária venham a ser titulares de um percentual de ações igual ou inferior ao que já detenham quando da Assembléia, excluindo-se do processo de votação todos os acionistas que, sendo titulares de ações preferenciais e ordinárias, venham a aumentar sua participação no capital social, com a aprovação da Reestruturação Societária, pois isso lhes conferiria um 'benefício particular'".

anota que "a baixíssima liquidez das ações ordinárias da Duratex torna inaplicável a comparação das cotações de valores de mercado das duas espécies de ações da companhia".

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

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

É como Voto.

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2009.

Eli Loria – Diretor.

Declaração de Voto do Diretor Otavio Yazbek

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

2. Sem prejuízo, gostaria de aproveitar o ensejo para registrar alguns aspectos que me parecem demandar maior atenção. Isso porque entendo que, nos termos em que proposta, a operação de incorporação ora analisada consagra uma inversão de alguns pressupostos das operações desta natureza. A partir daí, frise-se, ela ameaça desbordar para o campo contra o qual o Diretor Marcos Barbosa Pinto já alertava em seu voto no Processo Administrativo CVM n. RJ-2008/4.156.

3. Assim, como destaca o Diretor Eli Loria, é equivocada a equiparação pura e simples entre as operações de alienação de controle, às quais se aplica o disposto no art. 254-A da Lei n. 6.404, de 15.12.1976 ("Lei n. 6.404/1976"), e as incorporações de sociedades (arts. 223 e ss. do mesmo diploma).

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

5. E é justamente como forma de proteção para esses minoritários que a Lei n. 6.404/1976 estabeleceu, inicialmente em seu art. 254, revogado pela Lei n. 9.457, de 5.5.1997, e, posteriormente, no art. 254-A, incluído pela Lei n. 10.303, de 31.10.2001, o que se convencionou chamar de "*tag along*". Trata-se, em uma breve descrição, do direito, outorgado aos acionistas minoritários "detentores de ações com direito a voto" (na atual dicção do dispositivo), de também alienarem suas ações por um preço equivalente a, pelo menos, 80% do preço pago por ação integrante do bloco de controle.

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

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

8. Se, na alienação de controle, o acionista permanece na mesma empresa, que apenas terá novo acionista controlador, na incorporação ele será "transplantado" para uma nova sociedade, em conjunto com todos os demais acionistas. O valor da parcela a ser transplantada (e do aumento de capital na incorporadora) será definido a partir da correspondente avaliação patrimonial e, a rigor, distribuído conforme as proporções detidas.[18] No presente caso se está aventando justamente a possibilidade de repartir-se o patrimônio entre os acionistas de forma distinta daquela que era a sua distribuição originariamente, na sociedade incorporada.

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

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

11. Ademais, entendo que a adoção de mecanismos como os acima descritos traria ainda outra distorção: se o art. 254-A estabelece um direito para o acionista minoritário, a operação ora proposta representaria, para ele, uma imposição.[19] No primeiro caso é possível aceitar a oferta e alienar as ações ou, alternativamente, permanecer na sociedade. Neste segundo, mesmo que haja discordância o minoritário será "tragado" para os quadros da sociedade incorporadora, no que se poderia chamar, em expressão que alguns agentes do mercado já vêm adotando, de um verdadeiro "*drag along*". Creio que por mais este motivo não se podem confundir situações bastante distintas, inclusive quanto aos seus efeitos jurídicos. Não sem perda de transparência.

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

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

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2009.

OTAVIO YAZBEK – Diretor.

18. Para a lógica da manutenção das proporcionalidades, cf. Raul Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2006, p. 78; bem como as observações de Arnoldo Wald em "Considerações sobre a aquisição e alienação de controle societário: o Estudo da Jurisprudência", in *RT* 691, especialmente na p. 21.

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

Comentários por

ERASMO VALLADÃO A. E N. FRANÇA

1. Introdução (colocação do problema)

Recentemente, no julgamento do caso Duratex (acima transcrito), voltou à baila o controvertido conceito de benefício particular, tendo um dos ilustres Diretores daquela autarquia feito as seguintes considerações:

2.1 O art. 115, § 1º, da Lei n. 6.404, de 1976, deixa claro que "o acionista não poderá votar nas deliberações (...) que puderem beneficiá-lo de modo particular". É preciso determinar, portanto, se a incorporação da Duratex pela Satipel confere um benefício particular aos acionistas controladores. Em caso afirmativo, os controladores da Duratex estarão impedidos de votar.

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

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

2.4 Nessa concepção, benefícios particulares são apenas as vantagens atribuídas aos acionistas enquanto sócios da sociedade.[20] Não constituem benefícios particulares, desse ponto de vista, vantagens que não decorram da relação societária propriamente dita, como as advindas de eventuais contratos celebrados entre o acionista e a companhia.

2.5 Pessoalmente, não vejo como sustentar essa restrição diante do texto legal.

É curioso que um dispositivo legal como o art. 115, § 1º, da Lei de S/A, que desperta tanta polêmica doutrinária e sobre o qual controverteram, *expressando diferentes opiniões*, juristas do porte de Fábio Konder Comparato, Luiz Gastão Paes de Barros Leães, Modesto Carvalhosa e Calixto Salomão Filho, seja reputado tão claro assim e que este modesto escri-

20. "*Nesse sentido*, p. ex.: E. V. França. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S/A*, São Paulo, 1993, p. 70".

ba, cujo nome veio citado de forma criptografada, seja acusado de obscurecê-lo "com base no direito estrangeiro e investigações históricas".

Será que é mesmo tão claro assim?

Repita-se um trecho da citação feita mais acima: "Não constituem benefícios particulares, desse ponto de vista, vantagens que não decorram da relação societária propriamente dita, como as advindas de eventuais contratos celebrados entre o acionista e a companhia. 2.5 Pessoalmente, não vejo como sustentar essa restrição diante do texto legal".

Como se vê, um contrato celebrado entre o acionista e a companhia constituiria, segundo a posição esposada nesse voto, uma hipótese de benefício particular. Por conseqüência, toda vez que estiver em pauta numa deliberação a aprovação de um contrato a ser realizado entre a companhia e determinado acionista, estará este impedido de votar.

Já que não agrada ao eminente prolator do voto em questão a interpretação histórica e de direito comparado, vejamos se a interpretação *sistemática* da lei autorizaria essa conclusão.

2. *Interpretação sistemática da LSA*

Leia-se o que dispõe o art. 117, § 1º, alínea "f", da Lei de S/A:

> Art. 117. (...).
>
> § 1º. São modalidades de exercício abusivo de poder:
>
> (...);
>
> f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, *em condições de favorecimento ou não equitativas*.

Como se percebe, a lei autoriza, *a contrario sensu*, que o acionista controlador contrate com a companhia, desde que em condições normais e eqüitativas.[21] A prevalecer a tese sustentada no voto citado, entretanto, ter-se-ia a seguinte – e absurda – situação: o acionista controlador, *fora do crivo da assembléia – às escuras*, para usar uma imagem forte – pode contratar com a companhia, mas, *sob o crivo da assembléia* – às claras – não poderia votar na aprovação de um futuro contrato que fosse realizar com aquela (se o estatuto, por exemplo, exigisse que contratos de determinado valor devessem ser previamente aprovados pela assembléia). Faz algum sentido isso?

Mas não é só. A interpretação sistemática da lei também leva à conclusão de que o diretor pode contratar com a companhia, desde que em condições razoáveis ou eqüitativas:

> Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do Conselho de Administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.[22]
>
> § 1º. Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou eqüitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.
>
> § 2º. O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.[23]

Indo além na interpretação sistemática, verifica-se que os administradores de um grupo de fato também podem, *a contrario sensu*, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, desde que mediante pagamento compensatório adequado:

> Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.

Em todas as hipóteses citadas, portanto, mesmo sabendo que o acionista controlador e os administradores *determinam a vontade da companhia*, a lei lhes dá liberdade de ação, desde que pautem sua conduta pelo caráter da eqüitatividade, razoabilidade, comutatividade, sem proibir a prática do ato ou condicioná-lo à autorização de qualquer outro órgão.[24]

Por que razão estaria o acionista, então, seja controlador ou não, impedido de votar *às claras*, perante o crivo da assembléia geral, na aprovação de um contrato que vá realizar com a companhia? Não faz nenhum sentido, com a devida vênia. E a interpretação que leve a inconsistências não deve ser prestigiada, conforme o ensinamento de Carlos Maximiliano: "179. *Deve o Direito ser interpretado inteligentemente*: não de modo que a ordem legal envolva um *absurdo*, prescreva inconveniências, vá ter a conclusões inconsistentes ou impossíveis".[25]

A investigação histórica e o direito comparado, assim, como se passa a demonstrar, longe de obscurecer, *esclarecem* o sentido da nossa lei.

3. *Investigação histórica e direito comparado*

Apenas para relembrar. O art. 115, § 1º, objeto da polêmica doutrinária, tem os seguintes dizeres:

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

Na primeira vez em que aparece essa hipótese de proibição de voto em nosso direito, a palavra utilizada não era "benefício", mas sim "vantagem". Eis o que dizia o art. 15, § 10, da Lei 3.150, de 1882 – a nossa primeira Lei de S/A:

> Não podem votar nas assembléias geraes: os administradores, para approvarem seus balanços, contas e inventa-

21. Insatisfeito com a solução dessa norma – mas ao mesmo tempo reconhecendo que *legem habemus* – Comparato anotou: "A nova lei de sociedades por ações não se omitiu a respeito. Considerou modalidade de abuso de poder, pelo controlador, 'contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento, ou não eqüitativas'. *Deveria, no entanto, ter exigido a prévia autorização da assembléia geral, sem o voto do controlador*" (*O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 5ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2008, com notas de texto de Calixto Salomão Filho, p. 403, destaques nossos).

22. Note-se que, ao regrar as operações do administrador com a companhia, a lei nem utiliza a expressão benefício particular, mas apenas interesse conflitante (o que, de resto, conforme bem observado por Luiz Antonio de Sampaio Campos, em *Direito das Companhias*, vol. I, Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 1.155, constitui demonstração eloqüente de que constituem conceitos diversos, como será demonstrado mais adiante).

23. A anulação do negócio, portanto, não decorre do fato do administrador não ter se abstido de votar, conforme previsto no *caput*, mas sim da violação do disposto no § 1º, ou seja, ter contratado com a companhia em condições não razoáveis ou iníquas (nesse sentido, cf. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*, São Paulo, Ed. RT, 1989, p. 32; Calixto Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 3ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2006, pp. 146-147; e, ainda, do autor deste artigo, "Conflito de interesses de administrador na incorporação de controlada", em *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo, Malheiros Editores, 2009, pp. 334-360).

24. Tais hipóteses demonstram, outrossim, que o legislador, ao se referir a interesse conflitante, no art. 115, § 1º, proscreve apenas os conflitos *substanciais* de interesse, não os meramente *formais*.

25. Carlos Maximiliano, *Hermenêutica e Aplicação do Direito*, Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1951, p. 205 (destaques do original).

rios; os fiscaes, os seus pareceres; e os accionistas, a avaliação de seus quinhões, ou quaesquer vantagens estipuladas nos estatutos ou contracto social.

Muito bem. A referida lei, na verdade, retirou essa expressão – vantagem –, da lei francesa, a primeira Lei de S/A que adotou o modelo liberal, a saber, a Lei de 24 de julho de 1867.

3.1 Direito francês

No seu art. 4º, a Lei francesa de 24 de julho de 1867 assim determinava:

> Art. 4º. Quando um sócio faz um aporte que não consiste em numerário, ou estipula para seu proveito vantagens particulares, a primeira assembléia geral determina o valor do aporte ou a causa das vantagens estipuladas. A sociedade não é definitivamente constituída senão após a aprovação do aporte ou das vantagens, dada por uma outra assembléia geral após uma nova convocação. A segunda assembléia geral não poderá estatuir sobre a aprovação do aporte ou das vantagens senão após um relatório que será impresso e colocado à disposição dos acionistas no mínimo cinco dias antes da reunião desta assembléia.[26]

Esta é a origem da nossa expressão benefícios particulares ou vantagens particulares. A maioria da doutrina francesa entendia que a vantagem particular residia em qualquer cláusula que rompesse a igualdade entre os acionistas, mesmo que não importasse em vantagens patrimoniais. Por exemplo, a cláusula que dispensasse determinados acionistas de outorgar preferência aos demais no caso de venda de suas ações. A Corte de Cassação Francesa, num aresto de 1935, todavia, decidiu a questão dizendo que uma tal cláusula, "não pode ter nenhuma influência relativamente ao direito dos outros acionistas sobre o fundo social e seus produtos" –, não constituindo, assim, uma vantagem particular no sentido do art. 4º da Lei de 1867 – e, portanto, não estando sujeita ao procedimento de aprovação por uma segunda assembléia. Entendeu, assim, a Corte de Cassação francesa que vantagem particular era única e exclusivamente aquela que outorgasse uma *vantagem patrimonial* a um acionista.[27]

O procedimento de avaliação para aprovação das vantagens particulares foi mantido na Lei Societária de 1966 e hoje é objeto dos arts. L.225-8, L.225-12 e L.225-14 do *Code de Commerce*.

Dominique Schmidt entende que vantagem particular é aquela que rompe o interesse comum dos sócios de extrair um enriquecimento pessoal da riqueza social, que reside precisamente no patrimônio social e nos seus produtos. Um direito sobre o patrimônio social e seus produtos não constitui uma vantagem particular, todavia, se não há realmente uma vantagem, ou seja, um *favor* ao beneficiário – *que recebe mais do que dá*.[28] Deve haver, portanto, um elemento de *liberalidade*. No mesmo sentido se manifestam outros doutrinadores: Paul Le Cannu;[29] Maurice Cozian, Alain Viandier e Florence Deboissy;[30] e Philippe Merle.[31] Todos salientam, outrossim, que a vantagem particular é aquela dirigida a *acionistas determinados*, quebrando, assim, o princípio da igualdade entre os sócios.

Não há vantagens, no direito francês, outrossim, quando as estipulações se refiram a "operações correntes e concluídas em condições normais" (art. L.225-39 do *Code de Commerce*).

Especificamente com relação à incorporação de controlada – objeto do Parecer de Orientação n. 34, da CVM –, Dominique Schmidt, sob a epígrafe "Cumulação ou não-acumulação de procedimentos",[32] critica um julgado da Corte de Douai, de 7.7.1994 – que parece ser o único sobre a matéria –, que entendeu não consistir essa hipótese em uma "vantagem particular", mandando aplicar apenas as regras do procedimento da incorporação (e não as da "vantagem particular", que requereriam a proibição de voto da controladora).

Esclarecendo melhor a questão da cumulação ou não-cumulação de procedimentos, aventada por Dominique Schmidt. A lei prevê determinadas hipóteses para prevenir a ocorrência de conflito de interesses. No art. 115, § 1º, da nossa Lei de S/A, existem algumas hipóteses em que o acionista está proibido de votar: no laudo de avaliação dos próprios bens, na aprovação das próprias contas e de um benefício particular. Para outras hipóteses, porém, a lei prevê outros procedimentos, caso do art. 264 da Lei de S/A, que cuida de incorporação de controlada.

A questão que Dominique Schmidt põe com relação ao Direito Francês é pertinente ao nosso mesmo. Será que é possível cumular o procedimento previsto no art. 115, § 1º, relativo a benefício particular, com aquele do art. 264 da Lei de S/A? O referido julgado da Corte de Douai entendeu que, na incorporação de controlada, a *holding* controladora podia votar e não haveria nessa hipótese uma vantagem particular, mandando aplicar apenas as regras do procedimento da incorporação e não as regras daquela (da vantagem particular), que requereriam a proibição de voto da *holding*.

Para Dominique Schmidt, haveria vantagem no fato de a controladora, como acionista, apreender a totalidade do patrimônio social da controlada, atribuindo aos demais acionistas desta última apenas ações dela, *holding*: enquanto que, para o tribunal, a atribuição da integralidade do patrimônio social é realizada no proveito da sociedade controladora mais como incorporadora do que como acionista (diríamos que é uma operação societária, ou um ato de organização, para usar a terminologia alemã); Dominique Schmidt reconhece que a decisão facilita as incorporações, mas, a seu ver, em prejuízo dos minoritários cujos interesses, todavia, foram considerados no direito bursátil francês (através de avaliação, informações, etc.).

Já Cozian, Viandier e Deboissy, que também citam o mencionado julgado, entendem que inexiste vantagem particular quando ela é criada pela lei: "en revanche, lorsque l'avantage est instituée par la loi, il n'y a pas avantage particulier".[33]

3.2 Direito alemão

No direito alemão existe também a mesma expressão "benefício ou vantagem particular" – *Sondervorteil*. E com uma singularidade que o aproxima até muito mais do nosso direito: a mesma palavra – *Sondervorteil* – é utilizada, conforme a situação, tanto para caracterizar um benefício *lícito* como um benefício *ilícito*.

O § 26 da *Aktiengesetz* (Lei Acionária alemã de 1965), que trata das *Sondervorteile* e das despesas por ocasião da fundação da sociedade, diz, no seu inciso 1, que toda *vantagem particular* concedida a um determinado acionista ou terceiro deve ser

26. Tradução livre do original: "Art. 4º. Lorsqu'un associé fait un apport qui ne consiste pas en numéraire, ou stipule à son profit des avantages particuliers, la première assemblée générale fait vérifier la valeur de l'apport ou la cause des avantages stipulés. La société n'est définitivement constituée qu'aprés l'approbation de l'apport ou la cause des avantages, donnée par une autre assemblée générale après une nouvelle convocation. La seconde assemblée générale ne pourra statuer sur l'approbation de l'apport ou des avantages qu'aprés un rapport qui sera imprimé et tenu à la disposition des actionaires cinq jours au moins avant la réunion de cette assemblée".

27. Cf. Dominique Schmidt, *Conflits d'Interêt dans la Société Anonyme*, nova versão, Paris, Joly Editions, 2004, n. 92, pp. 99-100.

28. "C'est à dire faveur pour le bénéficiaire qui reçoit plus qu'il donne" (ob. cit., n. 95, p. 103).

29. *Droit des sociétés*, 2ª ed., Paris, Monchrestien, 2003, n. 607, p. 367.

30. *Droit des sociétés*, 18ª ed., Paris, Litec, 2005, n. 463, p. 218.

31. *Droit Commerciale – Sociétes Commerciales*, 11ª ed., Paris, Dalloz, 2007, n. 262, p. 290.

32. Ob. cit., n. 97, pp. 106-107.

33. Ob. e loc. cits.

fixada no estatuto com a indicação do beneficiado – aqui, portanto, cuida-se da vantagem lícita, expressamente permitida pela lei. A fixação no estatuto faz com que os acionistas sejam esclarecidos do benefício concedido a um deles, que rompe com o princípio da igualdade, mas também é feita sobretudo para que os credores sejam advertidos de que há uma vantagem particular, que às vezes é muito difícil de ser avaliada. Por exemplo, os benefícios de aposentadoria outorgados a acionistas fundadores. Como é que se vão avaliar tais benefícios? Quantos anos eles vão viver? Isso interessa sobretudo aos credores, porque o que estiver sendo tirado do patrimônio social vai afetar, naturalmente, a sua garantia.[34]

Já o § 243, 2, primeira parte, da *Aktiengesetz*, que trata da anulação das deliberações, diz o seguinte: "A anulação [da deliberação] pode também fundar-se no fato de um acionista, mediante o exercício do voto, ter tentado obter, para si ou para terceiros, *vantagens particulares* em detrimento da sociedade ou de outros acionistas e a deliberação for idônea a servir a essa finalidade"[35] – aqui se trata, portanto, da vantagem abusiva, ilegal.

Quanto à vantagem lícita, deve ser fixada no estatuto, sob pena de ineficácia.[36] Tal vantagem é entendida também como sendo de natureza patrimonial e como uma *liberalidade*,[37] muito embora haja quem sustente que o direito de indicar um membro do conselho de supervisão (*Aufsichtsrat*), por exemplo, constituiria uma vantagem particular.[38]

No que diz respeito à matéria de proibição de voto, diz o § 136, 1, da AktG: "(*Exclusão do direito de voto*) – Ninguém pode exercer o direito de voto, por si ou por outrem, quando for tomada uma deliberação a respeito de sua própria exoneração, ou de sua liberação de uma obrigação, ou do exercício de um direito que a sociedade deva fazer valer contra o votante".[39]

Foi eliminada, desde a AktG de 1937 – apenas para as sociedades por ações –, a regra que proibia ao acionista de votar relativamente a negócios jurídicos, nomeadamente contratos, que fosse realizar com a sociedade, sobretudo em razão de preocupações com os grupos societários, onde a sociedade controladora está quase sempre em potencial conflito com os interesses das controladas.[40]

Por isso, a maioria dos doutrinadores alemães entende que, nessa hipótese, há inteira liberdade para votar, com pelo menos a exceção de um grande comercialista: Karsten Schmidt – que faz, porém, a seguinte ressalva: "aa) Sob a *proibição de voto* em razão de negócio consigo mesmo recaem: – Negócios jurídicos individuais, especialmente, portanto, contratos da sociedade com um sócio, *não* porém atos de organização, sobre os quais todos os sócios necessariamente devem decidir conjuntamente (por exemplo, a nomeação e a contratação como órgão, a aceitação de entradas por ocasião de aumento de capital, a aceitação de parcelas de patrimônio por meio da fusão ou cisão, ou a conclusão de um 'contrato de empresa'"[41-42] (destaque em itálico do original).

Mais adiante, ao cuidar especificamente das sociedades anônimas, reitera o ilustre mestre: "Contrariamente ao disposto no § 47, IV, 2, da Lei das Sociedades Limitadas, todavia, o § 136, I, da Lei de Sociedades por Ações não proíbe, literalmente, o exercício do voto quando se vier a deliberar sobre a realização de um negócio jurídico com o acionista. Essa proibição de voto contida na antiga redação do § 252, III, do Código Comercial, foi eliminada pela Lei de Sociedades por Ações de 1937, porque uma jurisprudência restritiva havia deixado estiolar a proibição, que perdera todo o seu significado. Tal jurisprudência tinha fundamentos, porém, sobretudo no direito dos grupos societários, que se resolveram nos §§ 219 e seguintes da vigente Lei de Sociedades por Ações. É correto que uma empresa com a maioria das ações possa e deva, como acionista, votar, quando um 'contrato de empresa' deva ser fechado entre a companhia e tal empresa. Mas isso não se baseia no fato de que não exista uma proibição de voto para os negócios consigo mesmo, mas sim na natureza jurídica do 'contrato de empresa' como uma decisão de organização (*Organisationsentscheidung*), na qual todos os acionistas participam".[43]

Uma coisa, portanto, é o *negócio consigo mesmo*; outra, diversa, são os *atos de organização*, em relação aos quais *todos os acionistas* – com direito de voto, evidentemente – devem participar, como é o caso da incorporação de sociedades.

3.3 Direito brasileiro

Já se viu que, na primeira vez que a lei brasileira cuidou da questão do benefício particular, usou a expressão "quaesquer vantagens", com evidente influência da lei francesa, expressão que remanesceu por ocasião da edição do Decreto 434, de 1891, que regulou por quase cinqüenta anos as sociedades anônimas entre nós.

Em 26 de setembro de 1940, foi promulgado o Decreto-lei n. 2.627 – que revo-

34. Cf. Uwe Hüffer, *Aktiengesetz*, 7ª ed., München, Beck, 2006, n. 1, p. 142.

35. Tradução livre do original: "Die Anfechtung kann auch darauf gestützt werden, dass ein Aktionär mit der Ausübung des Stimmrechts für sich oder einen Dritten Sondervorteile zum Schaden der Gesellschaft oder der anderen Aktionäre zu erlangen suchte und der Beschluss geeignet ist, diesem Zweck zu dienen".

36. Hüffer, ob. cit., p. 143.

37. "Vantagens particulares são disposições gratuitas da sociedade por ocasião da constituição, pelas quais é concedida aos titulares uma pretensão obrigacional" ("Sondervorteile sind aus Anlass der Gründung gewährte unentgeltliche Zuwendungen der Geselschaft, auf die den Berechtigten ein schuldrechtlich Anspruch gewährt wird"; Thomas Raiser e Rudiger Veil, *Recht der Kapitalgesellschaften*, 4ª ed., München, Franz Wahlen, 2006, pp. 85-86). Karsten Schmidt refere-se a qualquer "vantagem patrimonial" ("Vermögensvorteile", cf. *Gesellschaftsrecht*, 4ª ed., Köln, Carl Heymanns, 2002, p. 790). Cf. ainda os exemplos trazidos por Hüffer, ob. e loc. cit., n. 3.

38. Hüffer, ob. e loc. cit., n. 3.

39. "(*Ausschluss des Stimmrechts*). – Niemand kann für sich oder für einen anderen das Stimmrecht ausüben, wenn darüber Beschluss gefasst wird, ob er zu entlasten oder von einer Verbindlichkeit zu befreien ist oder ob die Gesellschaft gegen ihn einen Anspruch geltend machen soll."

40. É por isso que a segunda parte do inciso 2, do § 243, da *Aktiengesetz*, na qual evidentemente se inspirou o art. 245 da nossa Lei de S/A, diz: "Esta regra não se aplica [ou seja, não se anula a deliberação] quando a deliberação conceder aos outros acionistas uma *compensação adequada* às suas perdas" ("Dies gilt nicht, wenn der Beschluss den anderen Aktionären einen angemessener Ausgleich für ihren Schaden gewährt").

41. Os "contratos de empresa" (*Unternehmensverträge*) consistem em convenções através das quais se constituem os grupos societários de direito na Alemanha, tanto os grupos de subordinação, como os de coordenação (v. a propósito, Comparato, ob. cit., pp. 360 e 407).

42. Tradução livre do original: "aa) Unter das Stimmverbot wegen Insichgeschäfts fallen – Individualrechtsgeschäfte, also insbesondere Verträge des Verbands mit einem Mitglied, *nicht* dagegen Organisationsakte, über die alle Miglieder notwendig gemeinsam entscheiden sollen (z. B. die Bestellung und Anstellung als Organ, die Übernahme von Stammeinlagen bei der Kapitalerhöhung, die Übernahme von Vermögensteilen durch verschmelzende oder spaltende Umwandlung oder der Abschluss eines Unternehmensvertrags) ..." (ob. cit., p. 609).

43. Tradução livre do original: "Im Gegensatz zu § 47 IV 2 GmbHG verbietet § 136 I AktG die Stimmabgabe allerdings im Wortlaut nach nicht, wenn über die Vornahme eines Rechtsgeschäfts mit dem Aktionär zu beschliessen ist. Dieses noch in § 252 III 2 HGB a. F. enthaltene Stimmverbot wurde durch das AktG 1937 beseitigt, weil eine restriktive Gerichtspraxis das Verbot zur Bedeutungslosigkeit hatte verkümmern lassen. Diese Gerichtspraxis hatte aber vor allem konzernrechtliche Gründe, die sich im geltenden Aktienrecht durch §§ 219 ff. AktG erledigt haben. Es ist richtig, dass ein mit Aktienmehrheit beteiligtes Unternehmen als Aktionär mit abstimmen darf und muss, wenn ein Unternehmensvertrag zwischen der AG und diesem Unternehmen abgeschlossen werden soll. Aber dies beruht nicht darauf, das es kein Stimmverbot bei Insichgeschäften gibt, sondern auf der Rechsnatur des Unternehmensvertrags als einer Organisationsentscheidung, an der alle Aktionäre mitwirken" (ob. cit., pp. 850-851).

gou o Decreto 434 –, cujo art. 82 dizia o seguinte:

> O acionista não pode votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação dos bens com que concorrer para a formação do capital social, nem nas que venham a beneficiá-lo de modo particular.

Valverde aponta como fonte desse dispositivo o art. 142 do Decreto 434,[44] (que reproduziu a redação do supracitado art. 15, § 10, da Lei 3.150, de 1882, e de idêntico dispositivo do Decreto 164, de 1890). Benefício particular parecia ser uma fórmula mais abrangente do que a utilizada no aludido art. 142, que se referia a "quaesquer vantagens estipuladas nos estatutos ou contracto social".[45]

A Lei de S/A em vigor, como se demonstrará mais adiante, utiliza indiferentemente as expressões "benefício particular" e "vantagens particulares".

Duas expressões da lei, todavia, são objeto de controvérsia na doutrina.

O § 1º, do art. 115, da Lei de S/A, diz que o acionista não pode votar nas deliberações que puderem *beneficiá-lo de modo particular* ou em que ele tenha *interesse conflitante com a companhia*. Por uma questão elementar de hermenêutica – a lei não pode conter palavras ou expressões inúteis –, há que distinguir deliberações em que há benefício particular daquelas em que há conflito de interesses.

No que consiste o benefício particular? Quase todos os doutrinadores dão, geralmente, os exemplos de Miranda Valverde, que diz o seguinte: "Se – para exemplificar – a assembléia geral resolve atribuir (art. 87, parág. único, g) uma bonificação a determinados acionistas, por este ou aquele motivo não poderão eles, como diretamente interessados, tomar parte nessa deliberação. *Esta, com efeito, virá beneficiá-los de modo particular, quebrando, ainda que justo seja o tratamento, e a lei o permita, a regra de igualdade de tratamento para todos os acionistas da mesma classe ou categoria* (art. 78). A vantagem conferida a um ou mais acionistas, comumente, consiste em uma participação nos lucros líquidos da sociedade, durante certo tempo, ou no direito, algumas vezes extensivo aos herdeiros, de receber determinada soma, por mês, ou anualmente, a título de pensão ou aposentadoria. Representa quase sempre, a recompensa pelos trabalhos ou serviços prestados pelo acionista à companhia".[46]

Benefício particular, portanto, é a vantagem *lícita*, que pode ser concedida a um ou mais acionistas. Está aí para confirmá-lo o disposto no art. 84, IV, da Lei 6.404, que, ao cuidar do prospecto, diz: "Art. 84. O prospecto deverá mencionar, com precisão e clareza, as bases da companhia e os motivos que justifiquem a expectativa de bom êxito do empreendimento, e em especial: (...); VI – as vantagens particulares – *veja-se que a lei usa, como sinônimo de benefício particular, a palavra vantagem* – a que terão direito os fundadores ou terceiros, e o dispositivo do projeto do estatuto que as regula".

O acionista não pode votar, porque está-se-lhe concedendo um *favor*, que muitas vezes, inclusive, é difícil de avaliar, representando algo aleatório. Repita-se o exemplo da aposentadoria: concede-se a vantagem de aposentadoria para o acionista fundador, extensiva aos herdeiros. Como vai se aferir se isto é comutativo ou não? O acionista estaria se outorgando um prêmio. Da mesma forma, emitem-se partes beneficiárias, que concedem direito aos lucros, aos acionistas fundadores, pelo prazo de dez anos? A quanto montarão esses lucros?

Há de haver, assim, um *favor* ao beneficiário, *na sua condição de acionista, que recebe mais do que dá* – Valverde e diversos outros autores acentuam o caráter *contratual* desse ato, em favor do interessado, *rompendo o princípio da igualdade entre os sócios*. Ou, de qualquer forma, uma situação em que não seja possível aferir, de antemão, o caráter *comutativo* do ato, como na hipótese do direito aos lucros futuros – que poderão até não existir. Como quer que seja, a lei permite tais vantagens, tratando-se, pois, de negócios lícitos.

E quando ocorre o conflito de interesses? Ocorre quando o acionista busca uma vantagem *ilícita*. A mesma distinção que se faz no direito alemão. É o que diz o *caput* do art. 115 (com evidente inspiração no § 243, 2, da *Aktiengesetz*, mais acima citado): "O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia [– *voto ad emulationem* –], ou de obter, para si ou para outrem, *vantagem a que não faz jus* e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas".

Esta é, pois, a distinção, em nosso entender. O benefício particular é a vantagem lícita, que pode ser outorgada estatutariamente, mas que impede o acionista beneficiário de votar, porque representa um *favor* ou algo *aleatório*. Tem, geralmente, um caráter de liberalidade, mesmo quando se trata de compensar serviços prestados.

Quando o acionista, porém, busca uma vantagem ilícita, abusiva, com o exercício do voto, em detrimento, atual, ou mesmo potencial, da companhia ou outros acionistas, caracteriza-se o conflito de interesses.

Relembre-se que, quando se trata de negócio jurídico *em condições eqüitativas, razoáveis, de mercado, comutativas*, a lei permite expressamente que o mesmo seja realizado *com o concurso da declaração de vontade do acionista* ou *administrador* com quem será realizado (arts. 117, § 1º, "f", 156, §§ 1º e 2º, e 245 da Lei de S/A).

Como se vê, tanto as "investigações históricas", como o "direito estrangeiro", ajudam – e em muito – a esclarecer o sentido da nossa lei. Não se concebe, aliás, num mundo globalizado, um direito estanque.[47]

44. *Sociedades por Ações*, vol. II, 3ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1959, p. 66.

45. A estreiteza dessa fórmula é que parece ter aconselhado a nova redação alvitrada pelo legislador. O Decreto-lei 2.627, p. ex., passou a permitir a criação de partes beneficiárias, que poderiam ser atribuídas a fundadores, acionistas ou terceiros, como remuneração de serviços prestados à sociedade, a qualquer tempo, pela assembléia geral (arts. 31 e 32), independentemente de previsão nos estatutos originários da sociedade. No Decreto 434 não havia dispositivo semelhante, embora Carvalho de Mendonça opinasse pela possibilidade de criação desses títulos pela assembléia geral, no curso da vida da sociedade (ob. cit., p. 314). A fórmula "quaesquer vantagens estipuladas nos estatutos ou contracto social", portanto, poderia não ser suficientemente ampla para apanhar um caso desses que, embora não estipulado originariamente nos estatutos, seguramente atribuiria um "benefício particular" ao acionista eventualmente agraciado com a emissão de parte beneficiária. O insigne Carvalho de Mendonça, comentando o art. 142 do Decreto 434, já havia apontado a dificuldade de conciliar a interpretação dos arts. 6º, 10 e 20 do mesmo diploma legal, os quais cuidavam das "vantagens" a que se referia aquele primeiro dispositivo (*Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, vol. III, Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1945, p. 313 e nota 2).

46. Ob. cit., p. 67 (grifos nossos).

47. Relembrem-se as imorredouras lições de Tullio Ascarelli sobre direito comparado e história do direito: "2. Funções do Direito Comparado. O direito comparado representa o meio para ampliar nossa experiência jurídica no espaço, meio semelhante ao que a história representa quanto ao tempo; permite-nos, através do enriquecimento de nossa experiência, entender e avaliar melhor os diversos sistemas jurídicos, e, pois, reconstruir os traços fundamentais do direito na civilização atual ou em determinada época histórica, e as linhas básicas do seu desenvolvimento; auxilia-nos a compreender as relações entre as normas jurídicas e a subjacente realidade social; dá-nos as razões das diferenças jurídicas; leva-nos à modéstia e à tolerância que decorrem do ampliamento da experiência. (...). 6. Valor educacional do direito comparado. Através dessa reconstrução integral e desse alargamento da experiência jurídica, é que o estudo do direito comparado preenche uma função, quer no progresso jurídico nacional e internacional, quer para o melhor conhecimento do fenômeno jurídico, facultando encarar o direito na sua unidade internacional. O estudo do direito no âmbito de apenas um país ou apenas quanto a um povo revela-se, sempre, insuficiente, já à vista da própria 'humanidade' da história e do direito, que deve, por isso, ser estudado num plano universal. O estudo do direito comparado acaba, ademais, por mostrar, como talvez

4. Conclusão

O que se conclui do que se expôs até aqui?

nenhum outro, o jogo contínuo das relações entre as premissas econômicas, sociais, históricas, morais, de um lado, e a solução jurídica, de outro. O estudo do direito comparado proporciona a possibilidade de colher ao vivo, numa experiência concreta, o direito no seu ambiente social e de verificar todas as influências recíprocas entre direito e meio, de vê-las, por assim dizer, em ação; de acompanhar a tradução em termos jurídicos do problema econômico e social, e colher o real alcance econômico e social do problema jurídico. Permite, assim, distinguir, no estudo dos diversos direitos, a substância da solução jurídica, e o que poderia dizer-se o peculiar aspecto técnico da solução. 7. Direito comparado e história do direito. Por esse caminho é possível descobrir os traços gerais do direito e da evolução jurídica, comuns aos diversos países, e os particulares ou transitórios. A utilidade da função do direito comparado revela-se justamente neste terreno. Um dos maiores historiadores modernos, Henri Pirenne, dedicava, anos atrás, um ensaio, magistral, à utilidade das investigações comparativas no terreno histórico. 8. Direito comparado e construção dogmática. Atrevo-me a acrescentar que essa utilidade não é menor no terreno dogmático. A tarefa mais difícil da investigação dogmática consiste, justamente, em separar, dentre as várias características de um instituto, as que lhe são essenciais, em colocá-las como fundamento da construção dogmática e, por isso, como premissa da aplicação analógica. O fim e a justificação da investigação dogmática consistem justamente no fato de que ela constitui um instrumento para resolver os novos problemas que a vida vem sempre propondo, mantida a continuidade entre as soluções já aceitas e as que são propostas quanto aos novos problemas. Justamente por isso, a maior dificuldade na construção dogmática está na escolha dos vários dados jurídicos, para individuar os que, no seu desenvolvimento, melhor podem permitir alcançar a solução dos novos problemas, observada a continuidade e a necessária harmonia com as soluções aceitas nos casos resolvidos anteriormente. Ao preencher essa função, o estudo do direito comparado revela-se de utilidade singular, sob um duplo aspecto. Em primeiro lugar, na construção de um instituto dentro de um determinado sistema, isoladamente considerado. O reconhecimento do direito comparado permite-nos, realmente, como já lembrei, apreender melhor os diversos direitos, isoladamente considerados; perceber o alcance e as razões das suas soluções; descobrir as 'premissas implícitas' que lhes são peculiares. 9. A construção dogmática baseada na comparação. Sociologia e dogmática no direito comparado. Em segundo lugar, o estudo do direito comparado permite a construção dos vários institutos, no terreno desse direito, isto é, consideradas as características de cada instituto não relativamente a determinado sistema, mas em muitos sistemas e, por isso, segundo características internacionalmente constantes, distinguindo as características comuns das particulares. O estudo do direito comparado pertence aos estudos históricos e sociológicos do direito; visa, antes de mais nada, ao conhecimento do direito efetivamente aplicado, da *law in action*; não o descobrimento da regra jurídica que, consoante um determinado sistema, seria de aplicar ao caso" (Tullio Ascarelli, *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, São Paulo, Quorum, 2008, reimpr., pp. 34 e 42-44).

Conclui-se que o benefício particular é aquele em que há ou um negócio *gratuito* ou um *negócio aleatório* em favor do acionista (ou ainda de terceiros, como dispõe o art. 84, inciso VI), vale dizer, em que não há *comutatividade*.[48]

A noção de comutatividade, em direito, é utilizada normalmente para distinguir os contratos *comutativos* dos *aleatórios*, como subclasse dos negócios *onerosos*.

Segundo o grande e saudoso mestre Caio Mário da Silva Pereira, "são *comutativos* os contratos em que as prestações de ambas as partes são de antemão conhecidas, *e guardam entre si uma relativa equivalência de valores*. Não se exige a igualdade rigorosa destas, porque os bens que são objeto dos contratos não têm valoração precisa. Podendo ser, portanto, estimadas desde a origem, os contratantes estipulam a avença, e fixam prestações que aproximadamente se correspondem".[49]

No mesmo sentido, Orlando Gomes: "Nos *contratos comutativos*, a relação entre *vantagem* e *sacrifício* é equivalente, havendo certeza quanto às prestações".[50]

48. E aqui dou um passo adiante com relação à palestra que proferi no auditório da CVM, publicada sob o título "O conceito de benefício particular e o Parecer de Orientação 34 da CVM", em *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, cit., pp. 568-580, onde trabalhei com o conceito de *eqüitatividade*, menos preciso em direito do que o de *comutatividade*.

49. *Instituições de Direito Civil*, vol. III – *Contratos*, 11ª ed., rev. e atual. de acordo com o Código Civil de 2002, por Régis Fichtner Pereira, Rio de Janeiro, Forense, 2004, p. 68 (itálico do original).

Daí porque (repito o que disse na palestra já mencionada, proferida no auditório da CVM, à qual remeto o leitor) não me parece ocorrer "benefício particular" nas hipóteses enfocadas no Parecer de Orientação n. 34, *em que se acha de antemão excluída pela lei*, a toda evidência, qualquer caráter de *permitida liberalidade* a quem quer que seja na relação de substituição das ações da incorporada pelas da incorporadora, como se verifica das disposições inequivocamente cogentes do art. 264 da Lei de S/A, sendo possível apurar de plano, outrossim, se a operação é *comutativa* ou *aleatória*. E somente nas hipóteses de negócio *gratuito* ou *aleatório*, como se demonstrou, há benefício particular que proíbe o acionista de votar.

De qualquer forma, se de um lado o art. 115, § 1º, cuida de hipóteses gerais, de outro lado o art. 264 cuida *especificamente* de incorporação de controlada ou de ações de controlada, *constituindo "lex specialis" sobre a matéria*, que não pode ser postergada. Tais operações constituem indiscutivelmente, outrossim, *atos de organização*, como os qualifica a doutrina alemã, em que todos os acionistas com direito de voto, em princípio, devem votar, pois está em jogo o destino da companhia.

Na incorporação de controlada, ou de ações de controlada, o controlador, evidentemente, pode votar, bastando ler o que diz o § 3º do aludido art. 264:

§ 3º. Se as relações de substituição das ações *dos acionistas não controladores*, previstas no protocolo de incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, *os acionistas dissidentes* da deliberação da assembléia geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o *valor do reembolso* fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no *caput*, observado o disposto no art. 137, inciso II.

Se o controlador não votasse, com efeito, não se atingiria o quórum previsto no art. 136, inciso IV, para as operações de incorporação ("metade, no mínimo, das ações com direito a voto") e não se compreenderia, minimamente, a previsão de *direito de recesso...*

A lei aqui, portanto, não adotou a estratégia de *legitimação*, alvitrada no Parecer de Orientação n. 34, mas sim a de *saída*;[51] se aquela primeira estratégia é a recomendável – e não estou entrando aqui nesse mérito –, só poderia ser adotada, a nosso ver, *de lege ferenda* e não *de lege lata*.

De lege lata, o art. 264 não prevê qualquer impedimento de voto, seja do controlador, seja dos acionistas titulares de ações ordinárias – e nem outorga voto aos titulares de ações preferenciais, pelo que se nos afigura que o Parecer n. 34 extravasa dos lindes da lei.[52]

Já no que toca ao caso Duratex, também não me parece que o caso seria de benefício particular, só pelo fato de ter sido

50. *Contratos*, 26ª ed., rev. e atual. por Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Marino Crescenzo, Rio de Janeiro, Forense, 2007, p. 88 (itálico do original).

51. Sobre as estratégias em questão, confira-se o já clássico *The Anatomy of Corporate Law*, de Reinier Kraakman *et alii*, Oxford University Press, New York, 2004. A estratégia de "saída" consiste na permissão do recesso; a de "legitimação", *grosso modo*, em deixar votar somente o acionista ou administrador independente, desinteressado, não ligado ao controlador.

52. De se notar que a situação dos minoritários nas operações de incorporação de controlada foi objeto de expressa preocupação dos eminentes autores do anteprojeto da Lei de S/A, como demonstra a exposição de motivos: "A incorporação de companhia controlada requer normas especiais para a proteção de acionistas minoritários, por isso que não existem, na hipótese, duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia". Mas a estratégia adotada foi, repita-se, a de *saída*.

estabelecido um valor maior para as ações de controle – já que é a própria lei que reconhece isso, sendo, assim, se se quiser, um benefício *legal* e não *contratual*.[53-54] O que ocorre é que, sendo a incorporação uma operação em que ocorre transferência de patrimônio, soa estranho que, na mesma operação, seja atribuído valor diverso às ações, como anotado no voto do ilustre Diretor Otavio Yazbek.

São Paulo, 29 de setembro de 2009.

53. Trago para cá as palavras insuspeitas do Prof. Fábio Konder Comparato, ao criticar acerbamente a emenda Lehman, que assegurava igualdade de tratamento aos minoritários, no revogado art. 254 da Lei de S/A: "Trata-se de verdade elementar que o *status* do acionista controlador não se confunde com o de não-controlador; que ações ordinárias não são eqüipolentes a ações preferenciais sem voto; que a situação de poder soberano [*do acionista controlador*] só mesmo no terreno da demagogia confusa se põe em pé de igualdade com o estado de subordinação ou sujeição [*dos acionistas minoritários*]. Vai-se então impedir que, numa civilização que reduz todos os bens ou valores a mercadorias, as diferenças não se meçam em termos pecuniários?" (ob. cit., p. 310).

54. Parece que, hoje, ser acionista controlador virou um estigma. Ao invés de se adotar uma posição equilibrada entre os interesses dos minoritários e do controlador, este último vai sendo encarado quase que como um marginal da vida societária.

Jurisprudência Comentada

CONVOCAÇÃO SIMULTÂNEA DE ASSEMBLÉIA OU REUNIÃO DE SÓCIOS NO DIREITO BRASILEIRO

MARCELO VIEIRA VON ADAMEK

1. O caso concreto (resumo do litígio). 2. As questões debatidas no acórdão (pontos de interesse). 3. A convocação simultânea de assembléia ou reunião de sócios: 3.1 Assembléias de condôminos, de associados e de credores; 3.2 Assembléia geral de sócios em cooperativas; 3.3 Assembléia geral de acionistas; 3.4 Assembléia ou reunião de sócios no regime do Código Civil; 3.5 Síntese. 4. A solução dada ao caso concreto. 5. Bibliografia.

TJMG, AI n. 1.0480.05.076607-4/001(1) de Patos de Minas, 17ª Câmara Cível, Rel. Des. Irmar Ferreira Campos, v.u., j. 9.2.2006, DJE 30.3.2006.

Agravo de Instrumento. Ação Cautelar. Liminar. Convocação de Assembléia. Formalidades. Dispensam-se as formalidades previstas no § 3º, do art. 1.152, do CC/2002 quando todos os sócios comparecerem ou se declararem, por escrito, cientes do local, data, hora e ordem do dia, conforme se aduz da redação do art. 1.072, § 2º, do mesmo diploma legal.

ACÓRDÃO

Vistos, relatados e discutidos estes autos de Agravo de Instrumento n. 1.0480.05.076607-4/001. da Comarca de Patos de Minas, sendo Agravante(s): Hélio Bernardes Dias e Agravado(a)(s): Expresso Leãozinho Ltda. e Outro,

Acorda, em Turma, a 17ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais rejeitar as preliminares e negar provimento ao recurso.

Presidiu o julgamento o Desembargador Eduardo Mariné da Cunha (2º Vogal) e dele participaram os Desembargadores Irmar Ferreira Campos (Relator) e Luciano Pinto (1º Vogal).

O voto proferido pelo Desembargador Relator foi acompanhado, na íntegra, pelos demais componentes da Turma Julgadora.

Produziu sustentação oral, pelo agravante, o Dr. Luiz Barra Cordeiro e, pelos agravados, o Dr. Bernardo Ribeiro Câmara.

Belo Horizonte, 9 de fevereiro de 2006.

Des. Irmar Ferreira Campos – Relator.

VOTO

O Sr. Desembargador Irmar Ferreira Campos: Trata-se de agravo de instrumento interposto por Hélio Bernardes Dias contra decisão de f. 28/32 que, nos autos da medida cautelar inominada interposta pelo agravante em face de Expresso Leãozinho Ltda. e Eli Bernardes Dias, deferiu parcialmente a liminar suspendendo