



**PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 34, DE 18 DE AGOSTO DE 2006.**

Impedimento de voto em casos de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme sua espécie, classe ou titularidade. Interpretação do §1º do art. 115 da Lei 6.404/76.

**Objeto deste Parecer de Orientação**

Freqüentemente, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM tem sido chamada a pronunciar-se sobre os temas do conflito de interesses e do impedimento de voto em deliberações societárias. Tais temas vêm tratados no art. 115 (no tocante aos acionistas) e 156 (quanto aos administradores) da Lei 6.404/76. Assim, ao longo dos anos, esse assunto, por si só já complexo, e objeto de polêmica na doutrina jurídica, tem sido objeto de intensas discussões, variando as interpretações predominantes de acordo com a composição do Colegiado da CVM. A principal discussão diz respeito à existência, ou não, de uma proibição, que impeça o acionista de votar em questões em que possa existir conflito de interesses.

A polêmica não alcançou, contudo, a vedação ao voto na aprovação do laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e aprovação de suas próprias contas como administrador. Essas hipóteses estão expressamente previstas no art. 115, §1º, da Lei 6.404/76. Nesses casos, não há dúvida, seja na doutrina jurídica, seja nas decisões da CVM, de que o acionista (que integralizará o capital ou que seja administrador, conforme o caso) está previamente impedido de votar.

Também não há maior polêmica quanto à existência de uma terceira hipótese de impedimento de voto, qual seja, aquela relativa às deliberações que puderem beneficiar o acionista "de modo particular".

A polêmica ocorre na análise dos casos concretos, pois não há um critério objetivo unânime que distinga hipóteses "que puderem beneficiar [o acionista] de modo particular" e hipóteses em que o "interesse [do acionista seja] conflitante com o da companhia" (§ 1º do art. 115).

Parcela da doutrina jurídica entende que, nesta última hipótese, é possível que o voto seja dado e, posteriormente, seja analisada a sua validade.

Em resumo: é razoavelmente pacífico que a hipótese de benefício particular é diferente da hipótese de conflito de interesses, no texto do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76. Também é razoavelmente pacífico que em caso de benefício particular o acionista está previamente impedido de votar. Mas é normalmente difícil distinguir as hipóteses de benefício particular das hipóteses de conflito de interesses.

Recentemente, começaram a ocorrer no mercado brasileiro operações visando à unificação das espécies de ações de companhias e, também, à 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). Esses movimentos são salutares, porque reduzem as hipóteses em que os interesses dos acionistas podem se contrapor e porque tais segmentos especiais de listagem baseiam-se em critérios mais estritos que os da Lei 6.404/76 e têm por finalidade uma melhor governança corporativa das companhias abertas neles listadas.

Nesse sentido, a CVM entende que sua atuação, inclusive do ponto de vista da regulamentação legal que lhe cabe, deve facilitar tais procedimentos de unificação e de migração, especialmente no que se refere à revisão de normas desenhadas para outras situações, e outra realidade de mercado, que possam restringir a ocorrência das operações de migração sem benefícios palpáveis para os acionistas das companhias abertas brasileiras.

Contudo, os mecanismos aventados pelo mercado para a realização de tais operações de migração devem sempre obedecer à legislação, e assegurar, na medida prevista na lei e na regulamentação, uma 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, ou tomarem por base avaliações que considerem não apenas os direitos econômicos ou políticos atribuídos às ações, mas também suposições de sobrevalorização de ações detidas por certos acionistas não comprovadas por efetivas negociações entre partes independentes.

Por esses motivos, este Parecer de Orientação tem por objetivo divulgar a interpretação da CVM sobre a incidência do impedimento prévio de voto de que trata o § 1º do art. 115 da Lei 6.404/76 em certas deliberações que possam beneficiar de modo particular os acionistas controladores ou proponentes de operações de incorporação ou de incorporação de ações.

### **Impedimento de Voto**

Diz o § 1º do art. 115 da Lei 6.404/76.:

"Art. 115. (...) omissis

§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".

A constatação do impedimento de voto não envolve um julgamento sobre a licitude da deliberação a ser tomada. O acionista potencialmente favorecido estará impedido de votar mesmo que se trate, como se espera, de deliberar sobre benefícios perfeitamente lícitos, e que possam coincidir com o interesse da companhia.

Com efeito, a aprovação das contas dos administradores, ou o aumento de capital em bens, também podem (e, aliás, devem) beneficiar a companhia, mas a lei expressamente veda o voto do interessado,



nesses casos. Do mesmo modo, a emissão de partes beneficiárias (hoje proibidas para as companhias abertas) sempre foi vista pela doutrina como hipótese de benefício particular que impedia o voto, sem prejuízo de que, evidentemente, a emissão de tais títulos esteja prevista em lei no pressuposto de que incentivaria os fundadores a atuarem no interesse da companhia.

O impedimento de voto, portanto, se dá pela especificidade do benefício, pela particularidade de seus efeitos em relação a um acionista, comparado com os demais. E mesmo em tais casos, se falhar a proibição cautelar de voto, e o acionista impedido votar, a deliberação somente será anulável se o voto do acionista potencialmente beneficiado tiver sido determinante para a formação do quorum ou da maioria assemblear.

### **Operações societárias de incorporação e incorporação de ações com relações de troca desproporcionais.**

Propostas de incorporação (art. 223 da Lei 6.404/76) ou de incorporação de ações (art. 252 da Lei 6.404/76) têm sido submetidas a assembleias de acionistas de companhias abertas (aqui referidas simplesmente como Companhia ou Companhias) em que, normalmente com base em laudo de avaliação, se submete à assembleia geral uma relação de troca que atribui valor diferente (e maior) às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da sociedade incorporadora (ou incorporada, em caso de incorporação reversa), mesmo quando o único ativo, ou único ativo relevante, de tal sociedade (aqui referida como Sociedade Holding), sejam essas mesmas ações de emissão da Companhia.

A avaliação das ações, para efeito de relação de troca, tem sido feita do seguinte modo: em primeiro lugar, define-se o valor da Companhia, normalmente por valor econômico baseado em fluxo de caixa descontado. Em um segundo momento, atribui-se um valor para as ações de titularidade dos acionistas da Companhia (por cotação de mercado ou outro critério, e por vezes com valores diversos para espécies diversas de ações), sem considerar as ações de titularidade da Sociedade Holding, apurando-se o valor do conjunto de tais ações. Por fim, atribui-se às ações remanescentes, de titularidade da Sociedade Holding, valor equivalente à diferença entre o valor do conjunto das ações dos demais acionistas, apurado na forma antes descrita, e o valor de avaliação total da Companhia, apurado em primeiro lugar.

Alternativamente, o mesmo resultado final pode ser alcançado se a relação de troca desproporcional decorre, total ou parcialmente, do fato de que o número de ações de emissão da Sociedade Holding antes da operação de incorporação é proporcionalmente maior que o número de ações de emissão da Companhia por ela detidas antes da operação, emitindo-se as ações da Sociedade Holding, no aumento de capital decorrente da incorporação, ou da incorporação de ações sem ajustar tal desproporção.

É esta relação de troca mais favorecida para a Sociedade Holding, sem que ela tenha ativos outros que justifiquem essa diferenciação de tratamento, que pode ser considerada como o benefício particular de que trata o § 1º do art. 115 da Lei 6.404/76. O fundamento utilizado para justificar a relação mais vantajosa tem sido o reconhecimento, pelo art. 254-A da Lei 6.404/76, de que as ações detidas pelo acionista controlador têm valor maior que as ações não integrantes do bloco de controle, na medida em que a alienação de controle não obriga a realização de uma oferta pública de aquisição para os titulares de ações da espécie preferencial sem voto, e obriga uma oferta pública de aquisição para os acionistas



titulares de ações com direito a voto com desconto de 20% em relação ao preço pago ao acionista controlador.

A CVM entende que tal justificativa é válida no âmbito de uma OPA por alienação de controle, porque a lei assim o determina, mas não é suficiente para afastar o impedimento de voto por benefício particular quando, ao invés de uma parte independente (como é o terceiro adquirente do controle), quem confirma o sobre-preço às ações de titularidade da Sociedade Holding é o próprio acionista beneficiado, ao votar na assembléia de incorporação.

Têm sido adotados mecanismos visando a permitir que uma parcela expressiva dos acionistas não-controladores da Companhia, mesmo titulares de ações sem direito a voto, tenham a possibilidade de vetar a operação, desde que compareçam à assembléia em número expressivo (normalmente 50% mais uma ação emitida, excluídas as ações da Sociedade Holding), e votem contra a incorporação.

A CVM entende, entretanto, que tais mecanismos somente seriam eficazes para afastar a discussão sobre o impedimento de voto da Sociedade Holding nas operações descritas caso a incorporação, ou a incorporação de ações, somente fosse aprovada pelo voto afirmativo de acionistas não beneficiados que completassem isoladamente o quorum legal, pois nessa hipótese o voto do acionista beneficiado de maneira particular seria irrelevante, e um terceiro (o conjunto dos demais acionistas) teria confirmado o sobre-preço concedido às ações de titularidade da Sociedade Holding.

A CVM entende, também, que, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, contemple diferentes relações de troca considerando as diferentes espécies de ações detidas pelos acionistas que não sejam acionistas da Sociedade Holding, atribuindo, assim, por exemplo, diferentes valores para as demais ações com voto e as ações sem voto, os acionistas titulares de ações com voto, ainda que não sejam acionistas da Sociedade Holding, também estarão impedidos de votar, salvo se a diferença de relação de troca basear-se em critérios objetivamente verificáveis (como o fluxo futuro de caixa descontado, ou as diversas cotações em mercados organizados) e não apenas no eventual direito a alienarem suas ações em ofertas públicas por alienação de controle.

### **Conclusão**

Em situações em que se vise à unificação das espécies de ações da companhia ou à migração para segmentos especiais de listagem em que as ações do acionista controlador, ou do proponente da operação, sejam detidas por sociedade cujo único ativo, ou único ativo relevante, sejam essas mesmas ações (Sociedade Holding), e seja submetida à aprovação da assembléia a deliberação de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, na Sociedade Holding, a Sociedade Holding e os seus acionistas (caso detenham participação direta na Companhia) estarão impedidos de votar, na forma do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da Sociedade Holding, e às demais ações da mesma espécie e classe de emissão da Companhia.

Da mesma forma, a Sociedade Holding e os seus acionistas (caso detenham participação direta na



**CVM** *Comissão de Valores Mobiliários*

**PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 34, DE 18 DE AGOSTO DE 2006.**

Companhia) estarão impedidos de votar, na forma do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da Sociedade Holding, e às demais ações de emissão da Companhia, ainda que de espécie ou classe diversas, caso a diferença de valor não se baseie em laudo que considere os diferentes valores econômicos de cada uma das ações com base em critérios objetivamente verificáveis (como o fluxo futuro de dividendos descontado, ou as diversas cotações em mercados organizados)

O mesmo impedimento de voto deve incidir se a operação for realizada de modo a conferir o mesmo número de ações da Sociedade Holding a todas as espécies e classes de ações de emissão da Companhia, mas o número de ações emitidas pela Sociedade Holding antes da operação for proporcionalmente superior ao número de ações da Companhia de que ela seja titular antes do negócio, resultando, na prática, na mesma desproporção que determina a existência do benefício particular para a Sociedade Holding e seus acionistas de que trata este Parecer de Orientação.

Adicionalmente, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, contemple diferentes relações de troca considerando as diferentes espécies de ações detidas pelos acionistas que não sejam acionistas da Sociedade Holding, atribuindo, assim, por exemplo, diferentes valores para as demais ações com voto e as ações sem voto, os acionistas titulares de ações com voto, ainda que não sejam acionistas da Sociedade Holding, também estarão impedidos de votar, salvo se a diferença de relação de troca basear-se em critérios objetivamente verificáveis.

A CVM, embora considere que a OPA de permuta seria o meio mais adequado para a realização de operações de migração como as descritas neste Parecer de Orientação, não atuará para reprimir operações de incorporação (ou incorporação reversa) de Companhias, ou de suas ações, caso seja previsto, inclusive no edital de convocação da assembleia, que a aprovação dependerá do voto afirmativo dos demais acionistas, inclusive para a formação do quorum legal, observado tanto o impedimento de voto da Sociedade Holding e de seus acionistas (caso detenham diretamente ações da Companhia), quanto, se for o caso, o impedimento de voto dos demais acionistas titulares de ações com voto, referido parágrafo anterior.

Aprovado pelo Colegiado em reunião do dia 18 de agosto de 2006.

*Original assinado por*  
**MARCELO FERNANDEZ TRINDADE**  
**Presidente**