

Considerações complementares à Nota do Presidente da CVM, disponibilizada na página da internet da autarquia, na seção Comunicados ao Mercado, envolvendo a troca de correspondências entre o Diretor Sergio Weguelin e um investidor estrangeiro

1. Na primeira parte destas considerações, procurarei relatar os fatos tratados na nota do presidente, tais como os vivenciei e, em seguida, farei comentários sobre o episódio, no intuito de demonstrar que a minha conduta não apresentou qualquer incorreção. Espero, ao final, ter demonstrado que a troca de correspondências com um investidor decorreu do exercício legítimo e dedicado da função atribuída ao meu cargo e não interferiu, de modo algum, na disputa entre acionistas da Telemar nem teve qualquer relação com a disputa entre associações representativas de alguns segmentos do mercado de capitais ou com as estratégias de investimento, hedge e arbitragem perseguidas por alguns investidores. A análise serena de todos os aspectos que compuseram a disputa sobre os termos da migração da Telemar para o Novo Mercado da Bovespa permite colocar cada elemento da questão no seu devido contexto e torna evidente que, em nenhum momento, houve, de minha parte, comunicação de informação privilegiada ou erro de conduta.

2. Creio, ademais, que a transparência imprimida a todo o processo ajudará muito na consolidação do grau de confiança dos participantes do mercado em relação ao ente regulador.

Dos Eventos

3. Desde a minha entrada na CVM, em novembro de 2004, fiquei incumbido de representar a instituição no Projeto Best. O projeto é uma iniciativa conjunta do Governo/Órgãos Reguladores (Secretaria do Tesouro Nacional, Banco Central e CVM) e das entidades auto-reguladoras (Bovespa, BM&F, CBLC e Anbid) para divulgar, no exterior, junto a investidores e formadores de opinião, o estado da arte (padrão de excelência) do mercado de capitais brasileiro.

4. Em novembro de 2004, o Projeto Best começou a ser implementado nos Estados Unidos, com apresentações, em Nova Iorque e Boston, para um grupo de investidores convidados. Depois disso, o evento ganhou corpo, consolidando-se com um formato que inclui uma grande apresentação para um público amplo (constituído por investidores, analistas, gestores e custodiantes, entre outros), uma série de reuniões paralelas (formadas por grupos de investidores ou grandes gestores) e a participação em eventos de mídia promovidos pelas agências Bloomberg e Reuters. As apresentações também passaram a ser feitas anualmente, em cada um dos principais centros financeiros da América do Norte, Europa e Ásia.

5. Neste ano, na preparação da etapa norte-americana do evento, a coordenação do Best (composta por representantes de todas as entidades participantes, os quais se reúnem semanalmente e tomam decisões de forma consensual) agendou uma reunião, em Nova Iorque, com um grupo de investidores que havia manifestado a sua preocupação com questões de governança corporativa no Brasil e, em especial, com os rumos da recém-anunciada operação de reestruturação societária da Telemar.

6. Cabe notar que, nos dias que antecederam a viagem aos Estados Unidos, a reestruturação da Telemar ganhou mais espaço na imprensa e nas publicações especializadas, pois vários investidores importantes expuseram suas críticas à operação; um fundo californiano, inclusive, chegou a encaminhar uma reclamação à Comissão de Valores Mobiliários norte-americana (SEC).

7. Ciente desses fatos e da agenda delineada para a reunião que ocorreria em Nova Iorque, tratei de examinar a estrutura da operação proposta pela Telemar (e divulgada para o mercado em Fatos Relevantes), avaliar os pontos levantados na reclamação encaminhada à SEC e discutir, com meus colegas da CVM, alguns enfoques possíveis para lidar com a questão perante um grupo restrito de investidores, sem que isso viesse a antecipar posicionamentos futuros do órgão regulador brasileiro sobre a operação.

8. A reunião nos EUA com os investidores (quinze pessoas aproximadamente) realizou-se na manhã do dia 19 de junho deste ano e dela tomaram parte representantes da CVM (eu e Suli Fontaine, coordenador junto ao Colegiado), da Bovespa, da CBLC e da BM&F. O encontro iniciou-se com breves discursos de apresentação proferidos pelo Sr. Walter xxxxxx do xxxxxxxxxx, que, desse modo, se mostrou porta-voz e representante dos investidores, e por mim, em nome do grupo brasileiro. Durante todo o encontro, o Sr. Walter xxxxxx foi quem formulou a maioria das perguntas, todas, aliás, dirigidas a mim e relacionadas à questão da Telemar.

9. As observações feitas pelos investidores resumiram-se a dois temas: a injusta relação de trocas entre as diferentes classes de ações envolvidas na operação e o clamor pela intervenção do regulador. Como resposta, tratou-se de esclarecer aos investidores o seguinte: a CVM não interfere em relações de troca (ou de valor) colocadas perante os acionistas; a lei fornece instrumentos adequados para que os investidores busquem obter seus direitos; a operação em questão não diferia, essencialmente, da recém-realizada operação de pulverização do capital da Embraer e, por fim, a CVM só atua e interfere nos momentos que julga adequados para prestar esclarecimentos ou apontar e coibir alguma ilegalidade. Pode-se afirmar ainda que, durante a reunião, aqueles dois temas foram insistentemente reiterados por diferentes investidores, apenas com pequenas variações na sua abordagem. Surpreendentemente, no dia seguinte, após todo esse debate, o mesmo Sr. Walter xxxxxx (possivelmente com alguns dos outros investidores) compareceu ao evento central do Projeto Best e tornou a expressar a sua insatisfação quanto aos rumos da operação da Telemar.

10. Ao final desse mesmo dia, a administração da Telemar anunciou que julgava recomendável rever os prazos estimados para a realização da operação, acenando apenas com a possibilidade de concluí-la “no segundo semestre do corrente ano”, e esclareceu, ainda, que mais informações seriam disponibilizadas em novos Fatos Relevantes.

11. Em algum momento durante o mês de julho ou agosto (contudo, antes da retomada da operação), foi-me transferida uma ligação internacional (minha secretária entendeu apenas que se tratava de uma ligação de Nova Iorque e de alguém que fazia referência ao Best). Por se tratar do Best, resolvi atender. Sem associar o nome do interlocutor a algum evento em particular, indaguei do que se tratava. O interlocutor fez uma reclamação quanto aos termos da operação da Telemar, ao que respondi que ele fazia a mesma pergunta que me fora formulada por diversas vezes em um café da manhã em Nova Iorque, quando do evento do Projeto Best. Em seguida, ouvi algumas vozes ao fundo dizerem que “havam estado lá” (“we were there”). Percebi, nesse momento, que a ligação estava em viva voz. Ou seja, tratava-se do mesmo grupo que insistia em expressar seu descontentamento com a operação. Ao verificar esse fato, apenas respondi que não havia comentários adicionais a fazer e que, como eles deveriam saber, a operação estava suspensa e, por isso, cabia apenas aguardar os seus desdobramentos.

12. Em 16 de agosto pp, novo Fato Relevante da Telemar anunciou a retomada (com algumas alterações) da operação.

13. Os seguintes eventos se sucederam, então:

Antes, porém, vale observar que os comentários acerca de eventos vivenciados por terceiros aparecem para ajudar a traçar o quadro geral da situação no período pós-retomada da operação e são sempre fruto de colocações feitas diretamente a mim por parte envolvida.

a) 16/8 – Fato Relevante da Telemar, no qual ela anuncia a retomada da operação, e ligação de Luiz Fernando Figueiredo, presidente da Amec (recém-criada associação de investidores em mercado de capitais), para o presidente da CVM. Nesse telefonema, o presidente da Amec teria comunicado ao presidente Marcelo Trindade que a associação repudiava a operação e pretendia publicar um “tijolo” na imprensa, no qual daria conta de sua posição. O presidente teria respondido que não era necessário informar nada à CVM e que a associação procedesse como bem entendesse.

b) 17/8- (como a cronologia das mensagens do presidente da CVM para o Colegiado e das mensagens que troquei com o investidor americano está apresentada na Nota do Presidente da CVM divulgada na seção de comunicados da página da CVM na internet, torna-se desnecessário detalhá-la aqui) – Mensagem do presidente ao Colegiado, na qual se propõe a elaboração de um parecer de orientação ao mercado sobre a operação da Telemar, mensagem endereçada a mim do Sr. Walter xxxxxx (o investidor americano que se colocou como representante do grupo de investidores com o qual me reuni em Nova Iorque para tratar do tema TELEMAR) e, por fim, resposta minha a esse

investidor dando conta da intenção da CVM de elaborar um parecer de orientação ao mercado sobre a operação da Telemar.

c) 18/8- (final do dia, após o fechamento dos mercados) O presidente da Amec telefona mais uma vez para o presidente da CVM para informá-lo de que a contestação seria encaminhada à imprensa. O presidente teria sugerido, então, que, antes de se prosseguir com a estratégia anunciada, fosse examinado o parecer de orientação que o órgão acabara de divulgar na rede. A peça não foi publicada.

d) semana de 21 a 28/8 – Reclamação da xxxxxxxxxx (xxxxxx) encaminhada à CVM e na qual se indicava que teria havido especulação com ações de emissão da Telemar às vésperas da edição do parecer de orientação da CVM e se sugeria que poderia ter havido vazamento de informação quanto ao teor do parecer, em favorecimento à xxxxx.

e) semana de 28 a 31/8 – Carta anônima (também não vista por mim) enviada a jornais e participantes do mercado de capitais, com teor semelhante ao da reclamação da xxxxxx.

14. Todos esses acontecimentos deflagraram a seguinte situação:

a) Em 29/8, o presidente da CVM reúne os diretores da autarquia e lhes relata a reclamação recebida, bem como o fato de a Superintendência de Mercado e Investidores (SMI) ter detectado uma movimentação atípica com aluguel e venda de papéis ON de Telemar (TNLP3) nos dois dias que antecederam a edição do parecer de orientação. Uma parte significativa desse movimento relacionava-se a operações executadas por fundos de investimento administrados pela corretora Hedging Grifo. Diante dos elementos até então disponíveis, o presidente especulou que algum vazamento de informação poderia ter ocorrido e sugeriu que se investigasse essa possibilidade. Dentre as hipóteses aventadas, estava a de que as mensagens trocadas internamente pela rede de computadores pudessem estar sendo interceptadas.

b) Nesse mesmo dia, logo após a reunião entre os membros do Colegiado, abri meu arquivo de mensagens e revi os termos da correspondência trocada com o investidor estrangeiro. Absolutamente convicto de que as mensagens enviadas não continham nenhuma informação que pudesse respaldar a movimentação com papéis da Telemar, mas, por dever de lealdade e para que não houvesse qualquer suposição de que alguma informação pudesse estar sendo desconsiderada na averiguação dos fatos relacionados na reclamação recebida, imprimi as mensagens trocadas e as mostrei ao presidente Marcelo Trindade. Ao examiná-las, ele constatou que não encontrava nelas conteúdo que pudesse influenciar um movimento especulativo como o que se detectara (“você não disse nada aqui” e “o seu e-mail não tem nenhuma informação que pudesse afetar/orientar o investidor” foram as suas palavras).

c) No dia seguinte, 30/8, ocorreu nova reunião entre os membros do Colegiado, desta feita com as participações do superintendente-geral e do procurador-chefe da CVM. Nessa reunião, discutiu-se, basicamente, o desconforto institucional com uma denúncia que colocava em dúvida a lisura da Casa; expressou-se também a determinação de todos com a postura transparente que a instituição deveria sempre assumir. Diante disso, discutimos a possibilidade do meu afastamento e concluímos que ele seria a demonstração inequívoca da seriedade da instituição e do seu compromisso com a total transparência de seus atos. Diante de todos, manifestei minha total disposição em seguir por esse caminho. Ficamos de pensar no assunto e voltar a nos reunir no dia seguinte.

d) Quando, na quinta-feira, 31/8, fui informado pelo presidente de que havia a mencionada carta anônima circulando pelos jornais, com acusações contra a CVM, tomei a decisão de solicitar o meu afastamento temporário do cargo de diretor, até que se concluísse a investigação de todos os fatos contidos nas denúncias e daqueles levantados pela própria CVM. O presidente e alguns diretores se encontravam em São Paulo, de modo que só pudemos nos reunir bem ao final do dia. O horário da reunião contribuiu para que não se pudesse fazer um esclarecimento adequado do meu pedido de afastamento, de modo que a notícia, de certa forma, ficou associada ao conteúdo da carta anônima recebida pelos jornais. Isso, certamente, contribuiu muito para concentrar na conduta de um diretor da instituição todo o peso dos eventos referentes a um movimento financeiro e a uma disputa entre participantes do mercado de capitais (imagino ser essa a origem da carta anônima distribuída).

Considerações

15. Feito esse relato dos acontecimentos, passo a tratar de minha conduta no episódio. Tenho certeza que conseguirei demonstrar que agi no exercício da função, imbuído de boa-fé e do espírito de atividade e probidade que se espera de todo servidor público. Começo, aliás, por este último ponto.

16. Parece-me que um dos principais deveres de todo servidor é o de trabalhar com afinco para honrar a fidúcia nele depositada e fazer jus aos recursos públicos que o remuneram. Ser ativo (e probo) e exercer com (zelo e) dedicação as suas atribuições são deveres básicos de todo servidor. O servidor que atua também se expõe. E aquele que não atua e não se expõe acarreta à coletividade um prejuízo enorme, equivalente ao dos recursos esterilizados em obras inacabadas. Todo processo de desenvolvimento de uma sociedade pressupõe uma postura ativa que, por definição, será sempre uma sequência de acertos, e alguns erros imbuídos de boa-fé, com vistas ao progresso. Pode-se dizer, ainda, que um processo democrático por excelência pressupõe um livre fluxo de idéias e procedimentos isentos e transparentes de averiguação de responsabilidades. Também me parece correto afirmar que a não atuação (omissão) de um servidor quando ela se exige (atitude que também pressupõe má-fé) é sempre mais difícil de identificar e apontar como falha sujeita à punição do que uma ação irresponsável. Esse fato pode levar o servidor a optar por um caminho de acomodação, no qual ele não atua, não se expõe, e a sociedade paga a conta dessa omissão. Digo isso porque acredito que todo o

processo de averiguação de minha conduta deve sempre levar em conta a manifestação dos pressupostos de zelo e boa-fé, sob pena de se passar, ao conjunto dos servidores, a noção de que o risco inerente a qualquer atuação pode ser devastador. Nesse caso, o medo sempre venceria a esperança e a gana de trabalhar por um país melhor, e estimularia a acomodação no emprego já conquistado.

17. Outro ponto, de certa forma, relacionado à discussão acima, é o fato de que a transparência deve ser sempre valorizada como um grande ativo das sociedades democráticas e justas. Se assim não fosse, correríamos o risco de ver estimulada toda sorte de acobertamentos e omissões que causariam enorme dano às sociedades que se proponham ativas na busca de soluções para o seu desenvolvimento. Faço essa afirmação porque entendo que uma das características de todo o processo de averiguação de minha conduta, ora em curso, tem origem em duas decisões básicas tomadas por mim: a) mostrar, a meus pares, a correspondência trocada com um investidor e b) solicitar o meu afastamento temporário do cargo de diretor, enquanto o episódio estivesse sendo esclarecido (esclarecimento este que também solicitei fosse feito).

18. A primeira dessas decisões já foi reconhecida e destacada pelo presidente Marcelo Trindade em sua nota postada na página da CVM, na internet (em anexo). Quanto à questão relacionada ao meu afastamento voluntário, gostaria de registrar que a decisão de requerê-lo foi feita de forma consciente e voluntária, sabendo eu, de antemão, que tal decisão implicaria levar para o público externo algo que, por todas as regras processuais, a princípio, ficaria circunscrito ao âmbito de uma comissão de inquérito, até que eventual acusação (com base em indícios e provas acaso apurados) pudesse vir a ser feita. Ainda assim, e ciente das conseqüências que isso acarretaria, optei por abrir mão de um bem valioso para qualquer pessoa - o de não se expor em público - em prol da preservação e do fortalecimento da instituição à qual devo lealdade.

19. Em relação a este último ponto, devo dizer que me senti reconhecido com as declarações do Ministro da Fazenda, Guido Mantega:

"Os primeiros passos já foram muito positivos. O próprio diretor anunciou o caso", disse o ministro referindo-se ao diretor Sérgio Weguelin, que pediu afastamento do cargo. Para o ministro, o caso não é preocupante. "Pelo contrário, foi um exemplo de como deve funcionar o serviço público. Porque erros podem ser cometidos. O importante é que sejam apurados e coibidos", afirmou. (in <http://www.financeone.com.br/noticia.php?lang=br&nid=17647>)

20. Há nessas declarações não apenas o reconhecimento de que processos transparentes de prestação de contas não pressupõem nada de errado (e, "pelo contrário", podem ajudar), como também, parece-me, uma mensagem ao serviço público para que não tema a ação.

21. Feitas todas essas observações de ordem geral e preliminar, passo a destacar as motivações e a lógica que me levaram a responder à mensagem do investidor estrangeiro.

22. Parece-me mais fácil tentar reconstituir a linha de raciocínio que desenvolvi no instante seguinte ao da leitura da mensagem recebida e a lógica que a embasou:

a) Respondo ou não? Essa foi a minha primeira consideração, suscitada pela rudeza com que o investidor se dirigiu a um diretor de uma instituição governamental estrangeira. Posso afirmar que, sem sombra de dúvida, essa foi a única dúvida que me ocorreu, pois, desde o primeiro instante, eu sabia que qualquer resposta que viesse a dar não conteria “informação de mercado”. Tratava-se, portanto, de ser ou não igualmente descortês (não respondendo) e, possivelmente, ignorar o dever de prestação de informações que um servidor deve praticar.

b) A percepção do dever de não me omitir e de me manifestar calcava-se na atribuição que a CVM tem de orientar os “agentes de mercado ou (a) qualquer investidor” e, ainda, no papel que eu vinha desempenhando no projeto Best de representante da CVM. Este último aspecto teve um peso grande na minha decisão de responder à mensagem do investidor. Conforme mencionado, o projeto Best visa propagar o padrão de excelência do mercado de capitais brasileiro. Além de divulgar análises e pontos de vista da CVM acerca do estado da arte de nosso mercado, cabia-me, como representante de uma agência governamental, mostrar que no Brasil há governo, as coisas funcionam, o regulador atua, etc. Enfim, aspectos relacionados aos deveres que um servidor deve observar. Sendo assim, na ponderação entre revelar ou não ao investidor que a CVM cogitava pronunciar-se em tese, como pressupõe um parecer de orientação, sobre aspectos relacionados a reorganizações societárias com características semelhantes à operação Telemar (a CVM avaliava a conveniência de exteriorizar algumas idéias sobre a questão, dizia a mensagem), pesou mais, na minha decisão de responder, a repercussão negativa que a inércia ou uma resposta evasiva teria sobre o público investidor que procurávamos conquistar. Além disso, considerei que a resposta ao e-mail estaria dando um fecho à reunião (formal) que tivéramos em Nova Iorque.

c) Ou seja, uma ausência de resposta por parte de quem estava institucionalmente encarregado do relacionamento com o Best representaria, ao contrário, indevido silêncio e poderia caracterizar uma negligência na visão dos investidores estrangeiros. Dessa forma, a minha manifestação serviu tão somente para conferir aos investidores a segurança e a certeza jurídica de que a CVM iria exercer a sua função expressamente prevista em lei. Informar que a CVM cogitava emitir um parecer de orientação sobre uma questão que, já àquela altura, revelava-se complexa e disputada e tivera novos desdobramentos após a reunião do Best, não representa qualquer desvio ou abuso de minha função de diretor. Tampouco infringe o dever de sigilo informar que a CVM exerceria a sua prerrogativa legal de veicular uma opinião sobre a interpretação da Lei 6.404/76, no interesse do mercado de capitais, nos termos do art. 13 da Lei 6.385/76 e da Deliberação CVM nº 1/78¹.

¹ *Pareceres de Orientação - através dos quais a CVM, nos termos do disposto no artigo 13 da LEI 6.385/1976, dará orientação aos agentes do mercado e aos investidores*

d) Ao responder à mensagem eu não tinha dúvida de que não há dever de sigilo quanto à informação de que a CVM exercerá sua função orientadora, pois tal atividade está prevista em lei. Evidentemente, há sigilo quanto aos termos de tal orientação, mas estes não foram revelados e, em nenhum momento, veiculados, até porque eu mesmo os desconhecia (tratarei desse ponto adiante).

e) Também me parece importante notar que a reclamação do investidor era oportuna (era lícito, ao investidor, pedir o pronunciamento da CVM), ainda que seus termos tenham sido inadequados, pois a própria CVM já tinha sentido a necessidade de um pronunciamento mais efetivo (dada toda a comoção do mercado em torno da operação) e estava prestes a fazê-lo. Portanto, a minha resposta apenas demonstrou que a CVM brasileira estava acompanhando a questão e se fazendo presente. Ela procurava demonstrar que o país estava preparado para questões complexas como esta e os investidores não ficariam sem orientação no meio da turbulência. Portanto, ao dar a informação de que a CVM iria se pronunciar por meio de um parecer de orientação, não infringi o dever de sigilo, nem agi com desvio ou abuso de função.

f) Acredito que, no limite, toda a discussão em torno dessa comunicação com um investidor poderá levar a um questionamento do relacionamento da CVM em eventos destinados a um número reduzido de investidores. Mas, por ora, a postura adotada coloca, para os representantes da Casa nessas missões institucionais, o dever de orientar e prestar informações dentro da atividade consultiva da CVM.

g) Tomada a decisão de responder, tratei então de redigi-la em termos neutros. Informei que estudávamos a possibilidade de emitir um parecer de orientação que, segundo quis deixar claro, poderia caminhar em qualquer direção (“it may guide someone somewhere”). Em outras palavras, entendo que a mensagem explícita era: “aguarde parecer. A CVM se pronunciará sobre a questão”. E, em nova resposta, disse que o parecer seria elaborado proximamente, em agosto, visto que a operação já estava inteiramente delineada. Isto também não constitui inconfidência, pois, só assim, o dito parecer seria eficaz.

23. Além de todas as questões acima, a minha convicção de não estar infringindo nenhuma regra advinha do fato de que, até então, eu não havia cogitado alterar a minha visão do assunto e supunha que a visão corrente, adotada no caso Embraer (ou seja, a CVM não se manifestar e deixar que os investidores tomassem as providências judiciais que julgassem conveniente), se manteria (nessa linha, o investidor receberia, via um parecer formal, a mesma orientação que lhe havia sido dada em Nova Iorque). Sendo assim, eu sequer havia pensado nos caminhos que viabilizariam uma mudança de postura do regulador nos casos de migração para o Novo Mercado. Lembro-me de que o presidente fizera uma observação sobre o tema na ocasião em que fomos informados da estrutura proposta para a operação da Embraer (no início do ano) e, depois, em uma das

sobre matéria que cabe à CVM regular. Os Pareceres de Orientação servirão, também, para veicular as opiniões da CVM sobre interpretação das Leis N°s 6.385/76 e 6.404/76 no interesse do mercado de capitais

reuniões do Colegiado que antecederam a retomada da operação da Telemar. Nesta última ocasião não discutimos – e eu tampouco vislumbrei – o caminho jurídico que pudesse ser trilhado para enfrentar a questão. Por não ser advogado, não tinha em mente, naquele momento, a lógica da lei que poderia ser invocada para avançar numa questão tão cheia de meandros (tais como o benefício particular ou as combinações dos artigos da lei que permitiriam algum desenvolvimento interpretativo, etc.). Esse processo seria efetuado por mim posteriormente, quando a questão estivesse colocada, como, de fato, ocorreu. Também me lembro que, naquela ocasião, a observação do presidente não foi comentada, secundada ou rebatida por mais ninguém, de modo que ela foi percebida por mim apenas como ela se mostrou: um comentário “en passant” ou, no termo em inglês, que me parece mais apropriado, “food for thought”, material para maior reflexão, inclusive, do próprio interlocutor.

24. Ainda em relação à decisão de avançar na direção de uma nova visão do assunto, devo lembrar que, por ocasião da realização da migração da Embraer para o Novo Mercado, o presidente Marcelo Trindade fez os mesmos comentários sobre a conveniência de essas operações se processarem, idealmente, de outra forma. Apesar disso, ninguém ventilou a idéia de modificar o entendimento da Casa sobre o assunto. Assim, quando recebi a mensagem do presidente, na qual sugeria que pensássemos sobre a elaboração de um parecer a respeito do processo de migração para o Novo Mercado, entendi a iniciativa como um chamamento para que enfrentássemos coletivamente a questão. E o resultado desse esforço conjunto somente viria a tomar sua feição final no dia seguinte, após muita reflexão e discussão entre todos os envolvidos.

25. Assim, no momento que antecedeu o envio da mensagem ao investidor, a minha abordagem ainda estava pautada no enfoque “Embraer” da questão, segundo o qual, por decisão de todos do Colegiado (influenciada, certamente, pelo menor ruído da operação), não houvera a necessidade de elaborar um esclarecimento ao mercado (“a lei dá instrumentos aos investidores para que eles próprios busquem seus direitos e relações equânimes”, era a visão que prevalecia). De minha parte, o momento de começar a rever esse posicionamento (se é que esse posicionamento viria a ser modificado) dava-se naquela mesma manhã da mensagem, quando tomei ciência de que a operação estava sendo retomada, sem que a polêmica estivesse resolvida, e quando o presidente instou o Colegiado a emitir um parecer de orientação sobre a questão.

26. Dessa forma, para mim, apesar de já ter recebido a mensagem em que o presidente convocava o Colegiado a pensar sobre a elaboração de um parecer de orientação, não se mostrava de todo improvável que, após todas as nossas discussões, o “esclarecimento” ao mercado que passaria a ser cogitado naquela manhã viesse a consignar o que eu já havia levado a um grupo de investidores em Nova Iorque. Assim, quando afirmo, na troca de correspondências, que o investidor deveria esperar um pronunciamento da CVM, a mensagem era a de que, com a retomada da operação, a visão da CVM (fosse ela qual fosse) seria colocada para todos. Uma orientação qualquer seria dada ao mercado, de modo que todos teriam conhecimento do terreno no qual se daria o enfrentamento da questão das relações de troca de ações na migração para uma empresa do Novo Mercado. Certamente, um dos deveres da CVM é o de garantir que todos os participantes do mercado tenham acesso às mesmas informações para a sua tomada de

decisão (e não apenas uma dezena de investidores que tiveram a oportunidade de discutir o assunto com um representante do órgão regulador).

27. Antes de prosseguir com maiores explicações, julgo importante desenvolver um pouco mais este último ponto, o qual também encerra a questão da mudança de postura do regulador em relação às operações de pulverização do controle. Não vejo como evidente que, por não ter comentado a operação da Embraer e cogitar de fazê-lo agora, isso necessariamente ensinaria uma mudança de postura do regulador frente à questão. Por esse raciocínio, a minha mensagem poderia ter dado aos investidores uma pista para a especulação.

28. Entendo, assim, que essa questão merece ser aprofundada.

29. Talvez essa linha de raciocínio pudesse ser tida como inevitável se o tema fosse cristalino para qualquer advogado societário ou pessoa interessada. Mas já sabemos que o assunto é controverso. E temos várias indicações disso.

30. Em primeiro lugar, não podemos deixar de lembrar, como mencionado anteriormente, que seria bastante lógico, e até esperado, apenas explicar, ou reiterar, a lógica “Embraer” da questão. O parecer de orientação poderia querer reiterar, tão-somente, o posicionamento anteriormente assumido, principalmente para um grande público de investidores estrangeiros que adquirem (e os estimulamos a fazê-lo) papéis de empresas brasileiras. É bom lembrar também que a operação da Embraer causou muito menos polêmica do que a da Telemar. Ou seja, os questionamentos do mercado eram bem maiores no caso da Telemar, o que ensejava maiores esclarecimentos.

31. Mas, podemos assumir agora que, independentemente da necessidade de apenas explicar (por parte do parecer de orientação), também houvesse uma motivação para avançar sobre o entendimento da questão do ponto de vista regulatório. Verificaremos, então, que, mesmo aí, não há um consenso entre renomados juristas sobre como proceder.

32. Começo com o ex-presidente da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano, cuja posição aparece explicitada na edição de setembro da revista Capital Aberto:

Em linhas gerais, o parecer da CVM arrancou elogios tanto de advogados como de investidores. Mas algumas vozes de peso se manifestaram contra.

Luiz Leonardo Cantidiano, ex-presidente da CVM e um dos advogados mais respeitados do país em matéria de legislação societária, disparou críticas que foram da primeira à última linha do parecer. “Lamento muito que a CVM tenha escolhido esse caminho”, afirmou Cantidiano, que era favorável à estrutura de votação originalmente proposta desde o caso da Embraer, sobre o qual chegou a emitir um parecer positivo. Assim como a Telemar, a fabricante de aeronaves concedia aos preferencialistas a prerrogativa de rejeitar a operação - e, pode-

se concluir, foi beneficiada pelo fato de, em março, ainda não existir o parecer da autarquia.

O ex-presidente inicia as críticas pela forma escolhida para a manifestação da CVM, o parecer de orientação. “As incorporações precisam ser tratadas caso a caso. Não é possível generalizar”, afirma. E lança mais farpas quando questionado sobre o fato de a vantagem do controlador ter sido considerada um benefício particular. Para Cantidiano, salvo em situações muito evidentes, esse benefício só pode determinar a anulação do voto do acionista quando diagnosticado, depois de concluídos os efeitos da deliberação, que ele foi prejudicial aos interesses da companhia. Cantidiano também criticou o fato de a CVM ter transferido, sem que a lei lhe concedesse poder para isso, o direito de voto às ações preferenciais. E ainda recriminou o parecer por não ter sido mencionado o artigo 264 que, em sua visão, seria suficiente para permitir ao preferencialista defender-se de um preço injusto em caso de incorporação.(grifei)

33. Quer dizer, o conceituado advogado entende que cabia manter-se o *status quo*. E nada mais natural que um regulador procure esclarecer a todos os investidores quando essa situação gera polêmica. Assim, se o Colegiado tivesse a mesma opinião do ex-presidente da CVM, é bem possível que tivesse optado por emitir um esclarecimento em que reafirmasse o posicionamento do caso Embraer.

34. Outra opinião conceituada é a de Durval Soledade, ex-diretor da CVM e advogado com larga experiência em questões societárias. Ele entende que grandes acionistas preferencialistas também deveriam ser impedidos de votar no caso da Telemar, sob pena de lhes ser franqueada a possibilidade de readquirir o controle (mediante acordo de voto) da empresa após a sua migração para as ações ordinárias. Ele alega que uma situação parecida com o controle difuso da Perdigão poderia se criar, o que tornaria os grandes preferencialistas partes tão interessadas na operação de migração quanto os acionistas ordinários. Assim, por vias transversas, a opinião do ex-diretor da CVM se aproximaria daquela de Luiz Leonardo Cantidiano, pois, se nem certos preferencialistas poderiam votar, caminhar-se-ia para uma situação em que ninguém vota ou todos (os ordinaristas) votam, como no caso da Embraer.

35. Aliás, o próprio Colegiado da CVM, que em 18/8 aprovara unanimemente o parecer de orientação, em 25/09, ao deliberar sobre esclarecimentos solicitados pela direção da Telemar, não foi unânime e divergiu quanto ao universo de acionistas que poderiam ou não votar na assembléia de migração da Telemar (os votos proferidos estão na página da CVM na internet).

36. Este último ponto, aliás, nos permite enfatizar a lógica de “arquitetura aberta” e de não-inexorabilidade dos resultados que havia nas discussões travadas pelos membros do Colegiado e pela equipe técnica da CVM por ocasião da elaboração do parecer de orientação nº34. Dentre os principais pontos dessa questão destacamos os seguintes:

a) Histórico em outra direção.

No passado, em operações semelhantes, como a incorporação da BR Distribuidora pela Petrobrás (2001) ou a incorporação da TCOC pela TCP

(2003), a CVM optou por se posicionar contrariamente às operações na forma proposta. Desta vez, apesar de considerar que:

“a OPA de permuta seria o meio mais adequado para a realização de operações de migração como as descritas neste Parecer de Orientação, (a CVM decidiu) não atuar para reprimir operações de incorporação (ou incorporação reversa) de Companhias, ou de suas ações, caso seja previsto...”

Ou seja, o PO 34 avançou na interpretação regulatória das operações de incorporação, e não é possível imaginar que o tenha feito sem intensas discussões entre os membros do Colegiado e a equipe técnica da Casa. Essas discussões, conforme assinalamos, só ocorreram no dia seguinte ao envio da mensagem ao investidor estrangeiro e ao início das operações com ações percebidas como atípicas.

b) Tratamento dado à incorporação.

O voto do Diretor Pedro Marcílio, proferido em 17 de outubro, em resposta a uma consulta do ex-presidente da CVM Luiz Leonardo Cantidiano sobre a operação da Telemar, destaca que seria possível “considerar a utilização de incorporação nesses casos como abuso de direito por parte do acionista controlador (que tem o poder de aprovar as operações em seu benefício) e, conseqüentemente, proibi-los” (ou seja, uma alternativa diferente da que foi adotada). Além disso, ele afirma que também é possível “considerá-los como ‘negócios jurídicos indiretos’, que não são considerados ilícitos, e permiti-los. O Parecer de Orientação 34/06 preferiu o segundo caminho” (grifei).

Tendo por certo que essa preferência não era dada, também aqui podemos supor que a solução adotada só se consolidou após a análise do conteúdo de parecer pelos responsáveis por sua elaboração.

c) Leque de alternativas.

Além da questão anterior, é possível inferir de todos os documentos e votos produzidos sobre a operação Telemar que a discussão responsável pelo entendimento exarado no parecer teve que enfrentar uma série de suposições, analogias e escolhas lógicas até chegar ao seu estado final. Todas essas seleções de rota foram feitas ao longo de um dia de intensas discussões e jamais poderiam ser imaginadas como colocadas ex-ante.

Um bom exemplo de que o parecer de orientação carrega em seu bojo questões importantes e polêmicas do direito societário (questões que, conforme o próprio PO destaca, têm interpretações que variam de acordo com a composição do Colegiado da CVM) transparece no voto do diretor Pedro Marcílio citado acima. Ele afirma ali que “pode-se até discordar do mérito do Parecer de Orientação 34/06, quanto à existência de benefício particular nos casos nele descritos”. Ou seja, a própria questão central de todo o parecer parece não estar inteiramente resolvida, dependendo do juízo que dela fizerem os membros do Colegiado em dado momento. Tratar-se-ia, portanto, de questão interpretativa que nenhum investidor poderia antecipar tendo ciência apenas de que se cogitava da elaboração de um parecer de orientação sobre a operação ou sobre qualquer questão de ordem regulatória relacionada (dentre diversas alternativas).

O mesmo voto ainda assinala que “quanto à implementação da estratégia de legitimação” (em oposição à alternativa de proibição ou de saída), “creio que a CVM poderia ter adotado uma qualquer de três posturas distintas: (i) voto apenas para os acionistas preferenciais que não fossem titulares de ações ordinárias; (ii) voto apenas para os acionistas preferenciais que não fossem beneficiados pela deliberação; e (iii) voto para todo e qualquer acionista preferencial. A posição adotada pela CVM em resposta à Consulta da Companhia foi esta última”. Ou seja, mais escolhas e, portanto, mais incógnitas para qualquer investidor.

37. Tais fatos demonstram a não-inevitabilidade de a CVM vir a optar por emitir um parecer de orientação em sentido oposto ao que foi divulgado. Assim, quando, em 17/8, respondi à mensagem do investidor dizendo-lhe que “o parecer poderia guiar alguém a algum lugar”, eu estava apenas priorizando o dever de prestar informações, sem que, de qualquer forma, essa atitude pudesse ser entendida como um ato de passar informações. Isso porque “guiar para algum lugar” não sinaliza nenhuma direção (e, como vimos, havia vários caminhos a seguir). “Considerar emitir um parecer de orientação” tampouco representa, como procuramos mostrar, a emissão de um passaporte para a especulação fundamentada em alguma informação. Se o investidor especulou com as ações da Telemar, ele o fez correndo todos os riscos que uma estratégia especulativa encerra.

38. Com relação a essa questão da especulação (ou comportamento atípico) identificada pelos sistemas da CVM e pelos denunciantes da estratégia, cabe mencionar que um dos responsáveis pelo aluguel e venda de ações da Telemar veio a público explicar-se, numa entrevista publicada pelo jornal Valor Econômico de 4/9. Na entrevista, o gestor de fundos da corretora Hedging-Griffo procura demonstrar que não fez nada mais do que operar de acordo com os fundamentos de valor da ação e com as probabilidades esperadas de ganhos e perdas do papel. Outros gestores já se manifestaram no mesmo sentido, afirmando que essa estratégia (de alugar e vender) se mostrava bastante evidente e racional para quem estivesse acompanhando a operação e tivesse um mínimo de experiência, não tendo sido executada por muitos devido à incipiência do mercado de aluguel de papéis no país. Ou seja, o suposto movimento atípico poderia não ter origem em mera especulação, mas ser decorrente de uma expectativa racional, tendo ocorrido naquele momento em virtude da retomada da operação.

39. Finalmente, gostaria de comentar algo brevemente mencionado anteriormente: a carta anônima. Independentemente de suas motivações, sobre as quais não me cabe especular, ela serviu, apenas, como um catalisador que agregou fatos totalmente díspares e sem relação alguma entre si: a estratégia baseada em fundamentos econômicos, uma disputa entre participantes do mercado e uma correspondência absolutamente normal entre um diretor da CVM e um investidor com o qual ele havia se reunido no exercício de sua função. Todos esses fatores conjugados transformaram um episódio freqüente na vida da CVM (a detecção de movimentos atípicos e que assim são considerados até serem esclarecidos) em um caso de suspeição que, conforme espero ter demonstrado, não apresenta qualquer irregularidade, mas apenas, talvez, um excesso de zelo. E como excesso de zelo (e transparência) nunca é demais, é provável que, ao final,

tenhamos somente aquilo que o Ministro Mantega anteviu: um paradigma para o serviço público.

Rio de Janeiro, 30 de outubro de 2006

Sergio Weguelin