

Interessado: Companhia Brasileira de Distribuição

Relator: Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Relatório

01. Trata-se de recurso interposto pela Companhia Brasileira de Distribuição ("Recorrente"), em razão de decisão da Superintendência de Empresas e da Superintendência de Registro (em conjunto, "Área Técnica"), que determinou a realização de oferta pública de aquisição de ações decorrente de alienação de controle (art. 254-A da Lei 6.404/76), em virtude da implementação do *Joint Venture Agreement* celebrado por Abílio dos Santos Diniz ("AD"), Ana Maria Falleiros dos Santos Diniz D'Ávila, Adriana Falleiros dos Santos Diniz, João Paulo Falleiros dos Santos Diniz, Pedro Paulo Falleiros dos Santos Diniz e Península Participações Ltda., de um lado (em conjunto com AD, "Vendedores"), e o Cassino Guichard Perrachon S.A. ("Comprador", definição que inclui os veículos para investimento no Brasil), em 03.05.05 ("Acordo de Associação").

02. Em 1999, antes da entrada do Comprador no capital social da Recorrente, AD e sua família detinham quase a totalidade das ações com direito a voto da Recorrente ("Ações Ordinárias"). As Ações Ordinárias estavam concentradas principalmente em duas sociedades holdings: Pão de Açúcar S.A. Indústria e Comércio ("PAIC"), com 78,47% das Ações Ordinárias, e a Península Participações S.A. ("Holding Familiar"), com 14,71% das Ações Ordinárias. O capital social da PAIC era dividido entre AD (24,82%), Holding Familiar (27,17%), Valentin dos Santos Diniz, pai de AD, "Pai" (34,93%), e Lucília Maria Diniz Gallo, irmã de AD, "Irmã" (13,07%). A Holding Familiar, por sua vez, tinha seu capital dividido entre AD, sua esposa e seus filhos, sendo o usufruto dessas ações conferidos a AD. A Holding Familiar e AD deram em usufruto para a Nova Península S.A. ("Holding AD") (sociedade cujo capital era dividido entre AD, com 52%, e a Holding Familiar, com 48%) parte das ações por eles detidas na PAIC. Dessa forma, AD, diretamente e por intermédio das participações na PAIC, na Holding Familiar e na Holding AD, era titular ou usufrutuário de mais de 55,5% das ações com direito a voto da Recorrente (todas essas participações serão daqui para frente incluídas na definição AD). Adicionalmente, AD era titular direto de 0,5% das Ações Ordinárias, o Pai de 4,49% e a Irmã de 1,76%.

03. Após a implementação das operações contratadas em 1999, o Comprador passou a ser titular de 30,53% das ações com direito a voto e 21,39% das ações preferenciais sem direito a voto da Recorrente. Além disso, celebrou acordo de acionistas com os então controladores. Esse acordo de acionistas conferia direito de veto ao Comprador com relação a (i) certas decisões que podem alterar os direitos das ações adquiridas pelo Comprador ou características essenciais dos negócios da Recorrente (Cláusula 9.1. "b", "d", "g", "h", "i", "j", "k", "l", "m", "o" e "p" desse acordo de acionistas), (ii) certas decisões relativas a operações entre partes relacionadas (Cláusula 9.1. "f"), (iii) certas decisões relativas à gestão da Recorrente, com grande impacto nos seus negócios (Cláusula 9.1 "a", "c", e "e") e, ainda, (iv) eleição de membros do Comitê Executivo (Cláusula 9.1 "n"), órgão da administração da Recorrente.

04. A PAIC permaneceu com 60,39% das Ações Ordinárias, Holding Familiar com 10,18%, AD com 0,39%, Pai com 3,59% e Irmã com 1,41%.

05. Ao final de 2004, Pai e Irmã permutaram a totalidade das suas ações em PAIC por Ações Ordinárias e ações preferenciais da Recorrente. Em seguida, quase a totalidade das Ações Ordinárias recebidas pelo Pai e Irmã em função da permuta foram convertidas em ações preferenciais, remanescendo apenas 2,8% das Ações Ordinárias sob a titularidade da Irmã. Com essa operação, AD passou a ser titular ou usufrutuário da totalidade das ações da Recorrente detidas por PAIC.

06. No início de 2005, as participações dos Vendedores no capital da Recorrente foram reorganizadas, tendo sido a maioria das Ações Ordinárias agrupadas sob uma sociedade holding (Vieri Participações S.A., "Controlador Direto"). Com esse agrupamento, o Controlador Direto passou a ser titular de 61,19% das ações com direito a voto e o Casino de 30,53%. AD ainda tinha uma participação, por intermédio da Holding Familiar, de 5,38% das Ações Ordinárias e a Irmã detinha 2,8% dessas ações diretamente. Com essa operação, além de sua participação na Recorrente de 5,38%, AD passou a ser titular ou usufrutuário da totalidade do capital social do Controlador Direto e, portanto, de mais 61,19% do capital social da Recorrente (a participação total de AD no capital votante passou a ser 66,57%).

07. O Acordo de Associação estabeleceu a capitalização do Controlador Direto por AD, que também manteria uma participação direta nas Ações Ordinárias. Essas operações foram concluídas anteriormente à celebração do Acordo de Associação, ainda no início de 2005. Já o Comprador capitalizaria o Controlador Direto com 2.200.000.000 dessas Ações Ordinárias (ou 4,4% delas). Ao final dessas capitalizações, AD seria titular de 100% das ações ordinárias do Controlador Direto e as ações preferenciais estariam distribuídas entre AD e o Comprador, de acordo com a contribuição de cada para o capital social do Controlador Direto.

08. Após essas capitalizações, o Comprador ainda teria uma participação direta na Recorrente de 26,12% das Ações Ordinárias, além de 21,40% das ações preferenciais. AD ainda teria uma participação por intermédio da Holding Familiar de 2,8%.

09. O Acordo de Associação previu, em uma primeira etapa, a aquisição, pelo Comprador, de 50% das ações ordinárias e 100% das ações preferenciais do Controlador Direto detidas por AD. Em pagamento, o Comprador entregaria R\$1.000.000.000,00, US\$200.000.000,00 e 12.500.000.000 ações preferenciais da Recorrente(1). Após essa operação, AD teria 50% das ações com direito a voto do Controlador Direto (ou 31,15% do capital total do Controlador Direto) e o Comprador 50% das ações com direito a voto e 100% das ações sem direito a voto (ou 68,85% do capital social total do Controlador Direto).

10. O Acordo de Associação previu, ainda, (i) duas opções de compra para o Comprador, (a) uma relativa às 2.800.000.000 Ações Ordinárias de titularidade de AD não capitalizada no Controlador Direto e (b) outra relativa a 1 ação ordinária do Controlador Direto também de titularidade de AD ("Opção de Compra Mudança de Controle"), e (ii) uma opção de venda das demais ações ordinárias do Controlador Direto de AD para o Comprador. Todas essas opções estavam sujeitas a termo e condições.

11. Concluídas as operações previstas no Acordo de Associação, as relações entre o Comprador e AD, no que se refere a decisões societárias, passariam a ser igualitárias, tendo AD o poder de decidir, quando de impasses.

12. A implementação das operações previstas no Acordo de Associação, mais precisamente as descritas nos Parágrafos 07 a 09 acima (denominadas, em conjunto, simplesmente, "Operações"), juntamente com a outorga ao Comprador da Opção de Compra Mudança de Controle, foram vistas como geradoras da oferta pública do art. 254-A da Lei 6.404/76 pela Área Técnica. Esse entendimento da Área Técnica, juntamente com a determinação de realização da oferta pública, constou do OFÍCIO CVM/SRE/SEP/1005/2005, de 14 de junho de 2005, que estava assim fundamentado:

"(...) a transação em tela está capitulada na definição de alienação de controle, de que trata o art. 254-A, §1º da Lei nº 6.404/76, eis que [o Comprador] deterá, tão logo seja implementado o referido Acordo, o direito de adquirir [dos Vendedores] 1 (uma) ação ordinária [da Recorrente] – A Opção de Compra de Mudança de Controle - conforme definições constantes do Acordo.

Toda a contraprestação pela alienação do controle [da Recorrente] está sendo paga [pelo Comprador] [aos Vendedores] desde logo, quando da quitação do preço (consideration) pela aquisição da participação imediatamente transferida, restando a pagar, no momento do eventual exercício da Opção de Compra de Mudança no Controle, apenas a quantia de R\$1,00.

A Opção de Compra de Mudança no Controle, considerada em conjunto com as demais estipulações que compõem o Acordo, configura direito de relevância extrema, em razão das profundas modificações que dela decorrem para as relações entre [o Comprador] e [os Vendedores], não sendo factível que o valor econômico de uma tal opção seja apenas R\$1,00.

Tal circunstância revela que o prêmio pela outorga dessa opção se encontra inserido na contraprestação recebida [pelos Vendedores] desde logo, quando da aquisição da participação societária que confere [ao Comprador] a condição de co-controlador [da Recorrente]. Em tal caso, entendemos ser obrigatória a realização da Oferta Pública de que trata o art. 254-A da Lei n° 6.404/76".

13. Juntamente com o ofício, a Área Técnica enviou o Despacho ao MEMO/PFE/GJU-2/104/05 (" Parecer PFE"), com similar entendimento da Procuradoria Federal Especializada – CVM ("PFE"). Os fundamentos e conclusões do Parecer PFE podem ser assim resumidos:

(i) o anúncio de fato relevante das Operações (2) e o acordo de acionistas vigente antes das Operações indicam que o Comprador não era controlador ou participante do bloco de controle da Recorrente antes das Operações;

(ii) "a associação entre AMBEV e INTERBREW e a aquisição de ações de CST por ARCELOR SPAIN HOLDING S.L. foram consideradas pelas partes envolvidas, sem qualquer intervenção da CVM, como hipóteses de alienação do controle, tendo-se levado a efeito a oferta pública determinada no art. 254-A";

(iii) a análise dos contratos das Operações indicam que, com o exercício da opção que permite a aquisição de uma ação do Controlador Direto, o Comprador assumirá o seu controle, assumindo a posição de AD que, por sua vez, assumirá o status antes atribuído ao Comprador;

(iv) embora a opção só possa ser exercida 8 anos após as Operações, o seu preço de exercício é ínfimo (R\$1,00), assim "para adquirir um direito dessa natureza e magnitude [assunção do controle da Recorrente], [o Comprador] já teria pago, [aos Vendedores], o seu respectivo preço, quando da celebração do 'Acordo de Associação' e do 'Acordo de Acionistas [da Recorrente]', consolidando-se, na esfera jurídica [do Comprador], a aptidão para exercer, de forma concentrada, o poder de mando sobre [a Recorrente], fato que, de per se, caracteriza a alienação do controle dessa companhia"; e

(v) "[i]nterpretando-se ampliativamente o art. 254-A, é possível depreender-se, com segurança, que o legislador pretendeu abranger situações como a presente, que em tudo se assemelha à alienação de bônus de subscrição ou de outros valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto".

14. Insatisfeita com a decisão da Área Técnica, a Recorrente interpôs recurso ao Colegiado. Os principais argumentos da Recorrente podem ser assim resumidos:

(i) para o art. 254-A, só "aliena o controle aquele ou aqueles que possuem a qualidade de acionista controlador. Assim, sendo (i) titular de direito de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores, e (ii) fazendo uso, efetivamente, de seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhias (nos termos estabelecidos no artigo 116 da Lei das S.A.), o acionista controlador deve, por meio da alienação de valores mobiliários com direito a voto, transferir os poderes descritos nos itens (i) e (ii) acima";

(ii) "[t]al transferência, porém, para que se verifique a alienação de controle de que tratam os artigos 254-A da Lei das S.A. e 29 da Instrução CVM 361/02, deve se dar para um terceiro ou grupo de terceiros representando um mesmo interesse, o qual passará a partir de então, a exercer o poder de controle da companhia";

(iii) não houve alteração do controle, "porque [AD] não pode ser caracterizado, isoladamente, como único acionista controlador [da Recorrente], vez que o controle da Companhia vem sendo compartilhado por [AD] e [o Comprador] muito antes da assinatura do Acordo de Associação. Em segundo lugar, e conseqüentemente, porque [o Comprador] não pode ser caracterizado como um 'terceiro'; e por fim, mas não menos importante, porque [o Comprador], seja na qualidade de integrante do bloco de controle, ou na qualidade de terceiro, não adquiriu poderes de comando para, isoladamente, exercer o controle [da Recorrente], que autorizem afirmar que a operação configurou efetiva alienação do controle [da Recorrente]";

(iv) "[a] criação de uma sociedade holding (a Empresa Holding Indicada no Fato Relevante) não afeta o poder de controle [da Recorrente], nem implica em sua transferência, consolidando-se nessa mesma holding a titularidade do poder de controle, tal como contemplado no Acordo de Associação";

(v) "[d]ito isso, não se pode afirmar que [AD] 'alienou' o controle [da Recorrente ao Comprador], e nem que este, por outro lado, 'adquiriu' tal controle. O que acontecerá com a implementação das medidas contempladas no Acordo de Associação será a consolidação do compartilhamento do controle [da Recorrente] entre [o Comprador] e [AD], já existente";

(vi) quanto à Opção de Compra de Mudança de Controle, afirmou a Recorrente que "[o Comprador] adquirirá o direito de, após 8 (oito) anos da celebração do Acordo de Associação, poder tornar-se titular de mais de 50% das ações da Empresa Holding, havendo, a partir daí, uma alteração no equilíbrio acionário entre os dois controladores indiretos [da Recorrente]" (grifos constantes do original);

(vii) "[t]odavia, o fato de podermos vislumbrar a possibilidade de alteração, em futuro mínimo de 8 (oito) anos, no bloco de controle [da Recorrente], não nos assegura que tal fato ocorrerá, efetivamente, no futuro; muito menos que já estaria concretizada (tal alteração) hoje, no presente, pela mera assinatura de documento que estabelece a outorga de um direito, que para seu exercício, requer o acontecimento de determinada condição"; e

(viii) o art. 254-A não prevê a "noção de transferência de controle potencial" e exige terceiro comprador (o Comprador não poderia ser considerado terceiro, pois já faria parte do bloco de controle).

15. A Recorrente juntou pareceres de Modesto Carvalhosa e Arnoldo Wald, que analisam os dispositivos legais e os contratos e acordos das Operações e os contratos e acordos da primeira operação entre o Comprador e os Vendedores (quando o Comprador, segundo a Recorrente, teria passado a compartilhar o seu controle com AD) e confirmam os argumentos utilizados pela Recorrente em seu recurso.

16. Após apreciar o recurso, Área Técnica não reconsiderou a sua decisão e enviou os autos para julgamento pelo Colegiado.

É o Relatório.

Voto

17. Antes de analisar o caso concreto, ou mesmo o artigo que estabelece a obrigação de oferta pública em caso de alienação de controle, acho importante analisar a definição legal de acionista controlador, pois a Lei 6.404/76 estabeleceu critérios para a identificação do acionista controlador.

18. Para o acionista comum, o art. 115 estabelece apenas que o direito de voto deve ser exercido no interesse da companhia, sendo esse acionista responsável pelos danos causados em decorrência do direito de voto *"exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou 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"* (art. 115, caput e §3º). Isso permite que, ausente a finalidade de causar dano ou a intenção 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, o acionista pode votar pensando em seus interesses e não no de outros acionistas (desde que observe o interesse da companhia).

19. Para o acionista controlador, o regime é diferente, em virtude do poder de nortear a atuação da companhia. Por isso, a Lei 6.404/76 abandonou o regime contratual da relação entre acionistas e conferiu certos deveres adicionais ao acionista controlador, que não são impostos aos demais. O acionista controlador *"tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender"* e deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social (art. 116, § único). Conforme constou da exposição de motivos do projeto de lei que resultou na Lei 6.404/76:

"O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder só é legítimo para fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa – os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua".

20. Para dar efetivação aos deveres impostos ao acionista controlador, o art. 117 responsabilizou-o *"pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder"*. Dentre as modalidades de exercício abusivo de poder, a Lei 6.404/76 elencou algumas hipóteses que não são consideradas quando da análise do voto do acionista não controlador (art. 117, §1º, "e", "f", "g" segunda parte e "h"). Adicionalmente, diferentemente dos acionistas não controladores, os acionistas controladores têm obrigações e responsabilidades por atos (e mesmo omissões, no caso da alínea "g") não decorrentes do exercício do direito de voto.

21. Em um tal contexto, nada mais importante do que especificar quem pode ser considerado "acionista controlador", para que se possa diferenciá-lo dos demais e exigir o cumprimento de seus deveres. Para tanto, o caput do art. 116 estabeleceu dois requisitos cumulativos: (i) titularidade *"de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia"*; e (ii) uso efetivo de *"seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos de administração"*.

22. Embora não seja necessário analisar em profundidade esses dois requisitos para os fins desta decisão, acho importante realçar que o primeiro deles fala em *"direitos de sócio"* e não em ações, indicando que acordos e contratos que transfiram o direito de voto também são utilizados na definição de acionista controlador, para fins do art. 116.

23. Outro ponto importante desse primeiro requisito é a necessidade de permanência do poder. Em razão dele, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar (excluídas, por óbvio, as votações especiais entre acionistas sem direito a voto ou de determinada classe ou espécie, ou mesmo a votação em conjunto de ações ordinárias e preferenciais, quando o estatuto estabelecer matérias específicas). Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista, titular de mais de 50%⁽³⁾ das ações, que seja omisso nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembléias não preenchendo o requisito da alínea "a" do art. 116, embora preencha o da alínea "b". Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 115).

24. A orientação contida nos arts. 116 e 117 repercute em outros dispositivos da Lei 6.404/76, seja com relação à definição de acionista controlador, seja com relação aos seus deveres e responsabilidades ou mesmo para criar exceções a tais direitos e responsabilidades. O art. 243, §2º⁽⁴⁾, por exemplo, define sociedade controlada como aquela na qual a controladora preenche os mesmos requisitos do art. 116. Já o art. 246⁽⁵⁾ atribui à sociedade controladora a responsabilidade pelo exercício abusivo de poder e impõe os mesmos deveres impostos ao acionista controlador no art. 116, § único, ao fazer referência ao art. 116. Há, ainda, o art. 238⁽⁶⁾, que autoriza que o acionista controlador de sociedade de economia mista não obedeça alguns dos deveres dos acionistas controladores, quando *"orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou sua criação"*.

25. Feitas essas considerações superficiais sobre a definição, deveres e responsabilidades do acionista controlador, passo a analisar o art. 254-A, que tem a seguinte redação:

"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.

§1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade".

26. Para decidir esse recurso, gostaria de me fixar em três pontos do art. 254-A. São eles: (i) inexistência de referência a "acionista controlador", (ii) a restrição da definição de "alienação de controle" à transferência de valores mobiliários, e (iii) a menção à transferência "de forma direta ou indireta".

27. Começo pelas conseqüências da inexistência de menção a "acionista controlador". Como se vê do art. 254-A, fala-se apenas em "alienação do controle", mas não se menciona o "acionista controlador" ou se faz referência ao art. 116. O que quer a lei com essa omissão aparente? Ela faz sentido? Essa omissão faz com que a disciplina da oferta pública do art. 254-A afaste-se da disciplina para a responsabilização do "acionista controlador"? Há

justificativa para que a regra do art. 116 e 117 dirija-se a destinatários diferentes dos destinatários do art. 254-A?

28. Analisando ambas as situações, reconheço que esses dispositivos tratam de situações diferenciadas. O art. 116, juntamente com o art. 117, tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal. Por isso, como em tantas outras hipóteses de responsabilidade subjetiva previstas no nosso ordenamento jurídico, juntou-se o poder (titularidade de direitos de voto, prevista na alínea "a") e o agir (alínea "b"), para que se possa imputar a responsabilidade a alguém. Já o art. 254-A tem finalidade muito diferente. Ele pretende conferir a possibilidade de uma "compensação" à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada. O critério eleito pela lei para definir o fim dessa estabilidade do quadro acionário é a "[a] alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta".

29. Dada a diferença de função dos dispositivos, creio que a omissão do art. 254-A não pode ser simplesmente tratada como um lapso a ser preenchido por analogia ou mediante integração. Ao contrário, ela deve ser explorada, para ver se conseguimos uma interpretação útil do art. 254-A, respeitando a omissão encontrada.

30. Essa conclusão é reforçada em razão de o §1º do art. 254-A procurou definir o que se entende por "alienação de controle" (7) e (8) para aplicação do disposto no *caput*. Nessa definição, não se utilizou de qualquer expressão que indique que, para fins do art. 254-A, o controle está relacionado com o seu exercício. O §1º apenas vinculou a alienação de controle à transferência de valores mobiliários, indicando que está preocupado apenas com o requisito do art. 116, "a". Digo isso, pois esse parágrafo estabelece que a alienação de controle é, nos termos do §1º, a "de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações". Não há, portanto, referência à necessidade do exercício efetivo do poder, exigindo, tão somente, a propriedade dos valores mobiliários que permitiriam esse exercício.

31. Isso nos leva a perguntar se faria sentido excluir o exercício do controle como requisito para a necessidade de oferta pública. Parece-me que sim, por um argumento simples: se, na alienação de controle, alienante deve entregar algo (controle) e o adquirente deve receber esse mesmo algo, e, dado que não há obrigação de o titular de mais de 50% das ações com direito a voto exercer o controle, a verificação da aquisição de controle – que obrigaria o adquirente a realizar oferta pública – só poderia ser verificada posteriormente à transferência dos valores mobiliários, se e quando o adquirente passasse a exercer o controle.

32. Contra esse argumento, não se pode nem mesmo afirmar que o relevante é a alienação e não a aquisição, pois o art. 254-A menciona expressamente o adquirente do controle. Não sem outro motivo, tem-se como pacífico que a alienação de controle mediante oferta pública para investidores dispersos não gera oferta pública (pois ninguém o adquire).

33. Mesma conclusão se chega quando analisamos a questão sob a perspectiva do alienante. Se o alienante é titular de mais da metade das ações com direito a voto da companhia aberta, mas não exerce seu direito de voto, ele não é considerado, para fins do art. 116, como acionista controlador. Nada obstante, caso ele aliene essas ações e o terceiro adquirente tenha interesse em exercer o controle da companhia, esse adquirente estará apto a exercê-lo e deveria estar disposto a pagar o mesmo prêmio de controle que pagaria a um acionista controlador propriamente dito, dado que o bloco de ações de um (acionista controlador) ou de outro (acionistas com ações suficientes para ser considerado acionista controlador, mas que não exerce o controle) concederá ao adquirente os mesmos direitos. O fato de o alienante não ser considerado acionista controlador, para fins do art. 116, "b", justificaria a não realização de oferta pública nesse caso? Creio que não.

34. Por todos esses argumentos, parece-me correto não se exigir o preenchimento do requisito previsto no art. 116, "b" (exercício do poder), para que se exija a realização de oferta pública.

35. Ainda nesse tópico, o §1º do art. 254-A, ao ligar a alienação de controle à transferência de valores mobiliários desconsidera, a priori, os efeitos dos acordos de voto para fins do art. 254-A, fixando-se, apenas, na transferência de valores mobiliários (voltarei a essa questão no próximo parágrafo, quando tratar da "alienação direta e indireta"). Com isso, pode-se dizer que operações em que não ocorre transferência de valores mobiliários, mas apenas de direitos de voto, não há, a priori, oferta pública, nos termos do art. 254-A. Por outro lado, a transferência de valores mobiliários, mesmo mantendo os direitos de voto nas mãos do alienante, em razão de disposição contratual, pode dar causa a ofertas públicas de alienação de controle. O que é importante, para fins do art. 254-A é que os valores mobiliários transferidos façam com que o alienante passe a ter menos do que 50% das ações com direito a voto e o adquirente, no mínimo, 50% mais uma ação com direito a voto (no caso de valores mobiliários conversíveis ou que permitam a subscrição ou o exercício de direito de preferência, após o exercício dessa conversão ou da subscrição), mesmo que existam contratos que mantenham direitos políticos nas mãos do alienante (ou de terceiros) que permitam o exercício de fato do poder de controle (situação inversa – transferência de direitos políticos e econômicos para terceiros sem transferência de valores mobiliários - pode dar causa a oferta pública, em virtude da previsão de alienação direta ou indireta).

36. Boa parte da objetividade do critério proposto nos parágrafos acima se perde em razão da utilização da expressão "alienação direta e indireta", no *caput* e no §1º do art. 254-A. Isso porque, o significado tradicional dessa expressão - dá-se alienação de controle mesmo que se interponha uma sociedade holding para a realização da alienação das ações da companhia aberta - que vinha sendo aplicado pela CVM ainda quando o antigo art. 254, que não falava em alienação indireta, e amplamente aceito pela doutrina, não é o único sentido da expressão. Há um outro significado cuja aplicação só pode ser analisada a partir dos fatos do caso concreto.

37. Esse significado inclui, dentre as operações que dão causa à oferta pública, não só a alienação de ações agrupadas em sociedade *holding*, mas, também, a inclusão de acertos contratuais que impliquem a transferência dos direitos políticos e econômicos do valor mobiliário, sem a transferência da ação (a conferência de usufruto vitalício de voto e dividendos mediante contraprestação em dinheiro ou a celebração de acordo de acionistas, regulando voto e distribuição de dividendos, por exemplo), tenha esse acordo sido celebrado para se evitar a realizar a oferta pública ou mesmo com vistas a um outro fim lícito. Como isso, para a aplicação do art. 254-A, se em uma operação não se verificar a transferência de valores mobiliários que implique alienação de controle, deve-se analisar se essa alienação ocorreu de forma indireta (*i.e.*, mediante acordos que resultem na transferência de poder político e econômico desses valores mobiliários).

38. Com essas noções iniciais, acho que já posso começar a analisar o caso concreto. Em primeiro lugar, é importante perceber que, antes do Acordo de Associação, o Comprador tinha a propriedade direta de apenas 30,53% das ações com direito a voto da Recorrente. Já a PAIC tinha ações suficientes para o exercício isolado do controle, embora houvesse celebrado um acordo de voto com o Comprador, dando a este último certos direitos de veto. Algumas das matérias sujeitas ao veto do Comprador ultrapassam a esfera meramente patrimonial do acionista (*i.e.*, proteção aos direitos das suas ações) podendo ele influenciar na gestão da Recorrente, embora de forma limitada (falo principalmente das matérias listadas no item 3 (iii) e (iv) do relatório). Não há, no entanto, o controle compartilhado típico (aquele no qual o controle só é exercível se mais de um acionista usa suas ações com outro), mas apenas limitações ao exercício do controle pela PAIC, que poderia exercê-lo isoladamente, independentemente da participação acionária do Comprador.

39. Com a implementação de uma parte do Acordo de Associação, o Comprador teve sua participação direta com direito a voto reduzida a 26,12%, mas

passou a deter 83,33% do capital social da sociedade holding – o Controlador Direto – titular de 61,19% das ações com direito a voto. Em termos econômicos, o Comprador, após a implementação do Acordo de Associação, passou a deter diretamente 26,12% e, indiretamente, 50,99%. Já PAIC (ou AD) deixou de ser titular direto ou indireto de mais de 50% das ações com direito a voto da Recorrente. Com base nas conclusões que cheguei sobre o conteúdo do §1º, já é possível concluir pela necessidade de realização da oferta pública prevista no art. 254-A, dada a transferência de Valores Mobiliários que, indiretamente (no significado tradicional que mencionei) permitem o exercício do controle, não fossem acordos de vontade que restringem o direito de voto na Recorrente (esses acordos, como disse, são desconsiderados para fins do art. 254-A, quando há a transferência da propriedade acionária).

40. Há, no entanto, uma peculiaridade na estrutura da operação, que justifica uma análise mais detalhada dela. O Controlador Direto, como consta do Relatório, é uma sociedade *holding* pura, criada com o objetivo de organizar o exercício do controle da Recorrente. Nessa alienação indireta, ao contrário das hipóteses clássicas, o alienante mantém-se como acionista controlador, embora exercendo o controle compartilhado da sociedade holding, seu interesse econômico tenha se reduzido significativamente. Para entender as implicações desse fato, acho interessante começar pelas estruturas negociais possíveis, para saber se a escolha de qualquer uma delas justifica a atribuição de efeitos diferentes quando da aplicação do art. 254-A.

41. Em termos de propriedade acionária, o Acordo de Associação poderia ter sido celebrado por três formas: (i) venda direta sem celebração de acordo de acionistas, (ii) venda direta com celebração de acordo de acionistas ou (iii) venda por intermédio de uma sociedade. Adotou-se a terceira forma.

42. Na venda direta, a aplicação do art. 254-A seria inquestionável. Não só o Comprador passaria a ter mais de 50% das ações, como o vendedor deixaria de ter mais de 50% das ações. Além disso, o Comprador poderia livremente decidir seu voto.

43. A venda direta com celebração de acordo de acionistas não parece levar a conclusão divergente, pois haveria a transferência da titularidade de ações, de modo a que o Comprador passasse a ter mais de 50% das ações, com o vendedor deixando de ter mais de 50% das ações. A questão dos direitos de votos seria indiferente para a análise da questão, em razão do que dispõe o §1º do art. 254-A. O único questionamento seria o fato de que o alienante também seria considerado acionista controlador, em razão do que dispõe o *caput* do art. 116. Nada obstante, como já me manifestei acima, o artigo 254-A dispensa o conceito de acionista controlador conforme estabelecido no art. 116.

44. Na terceira hipótese, as ações seriam transferidas para uma sociedade *holding* na qual o seu interesse econômico, juntamente com sua participação direta, indicaria que ele teria passado a deter mais de 50% das ações e o alienante menos do que 50% das ações. No que se refere aos direitos de votos, a situação seria a mesma da operação de venda direta com celebração de acordo de acionistas (ou seja, o adquirente impõe-se uma restrição na sua autonomia sem repercussão para fins do art. 254-A). No que se refere aos direitos econômicos também. Não há, portanto, razão para tratar as duas situações diferentemente.

45. Por fim, entendo procedente o argumento da área técnica, segundo o qual o pagamento imediato de todo o preço pelas ações, assegurando-se o direito à compra de uma ação adicional 8 anos depois, por preço simbólico, impede que se considere que a alienação de controle somente se dará em tal momento — e isto mesmo sem considerar a razão prática de que o adiamento da OPA por tal prazo levaria até mesmo à impossibilidade de se calcular o preço a ser pago, então, aos demais acionistas.

46. A Instrução 361/02 reconhece a possibilidade de a alienação do controle ser realizada através de em um conjunto de operações (art. 29, § 4º), e, portanto, nada impede que, em determinadas situações, a OPA somente venha a se tornar obrigatória no momento da conclusão desse conjunto de operações. Entretanto, no caso concreto, a operação de alienação do controle deve considerar-se concluída desde logo, tendo em vista (i) a irrelevância econômica da segunda parte da operação — aquisição por preço simbólico de uma ação ordinária da *holding* — e (ii) ser a conclusão dessa segunda parte da operação uma faculdade atribuída ao Comprador.

47. Pelos fundamentos acima, parece-me correta a decisão da Área Técnica, devendo o Comprador realizar a oferta pública para aquisição de ações com direito a voto da Recorrente, nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/76.

É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de abril de 2006.

Pedro Oliva Marcílio de Sousa

Diretor

(1) O pagamento dessas quantias e a entrega das ações, bem com a revenda delas estava sujeita a certas disposições que, para os efeitos dessa decisão, não precisam ser esclarecidos.

(2) O Parecer PFE referia-se ao trecho: "Desta forma, CASINO e Abílio Diniz passarão a exercer o controle conjunto da Empresa Holding e, conseqüentemente, da CBD".

(3) Para o cálculo desse percentual, é importante excluir as ações com direito a voto que não podem votar (ações em tesouraria, detidas por sociedades controladas e eventuais outras situações). Da mesma forma, todas as ações vinculadas por acordo de voto ou relação de controle também devem ser consideradas como pertencentes ao acionista controlador.

(4) *Verbis: "Art. 243, §2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores".*

(5) *Verbis: "Art. 246 A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos arts. 116 e 117".*

(6) *Verbis: "Art. 238 A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (arts. 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação".*

(7) É importante reconhecer que esse §1º poderia resolver as principais questões relativas às hipóteses de oferta pública por alienação de controle, se ele não tivesse sido escrito de maneira circular. Ou seja, se não dissesse que "[e]ntende-se por alienação de controle a transferência (...) que [venha] a resultar em alienação de controle".

(8) A existência do §1º é, provavelmente, a principal diferença entre o antigo art. 254 e o art. 254-A. Por esse motivo, entendia-se quando da vigência do art. 254, que a alienação de controle dependia de o acionista alienante preencher os requisitos do art. 116 (ver item I da Resolução CMN 401/76). Da mesma forma, a falta do §1º permitiu que o Conselho Monetário Nacional definisse hipótese em que apenas a alienação do controle de fato fosse

considerado gerador da obrigação de realizar oferta pública (item IV da Resolução 401/76). Essa liberdade interpretativa e regulamentar não foi conferida à CVM pela Lei 10.303/01, que criou o art. 254-A.