

(Reg. Col. nº 5801/2008)

Interessado: RFS Holding B.V. ("RFS")

Assunto: Pedido de apreciação da hipótese de não obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações ("OPA").

Diretor Relator: Durval Soledade

RELATÓRIO

Sumário

1 O presente processo tem por objeto pedido apresentado por The Royal Bank of Scotland Group plc (RFS), de não realização de OPA no âmbito do processo de aquisição do controle acionário do ABN Amro Holding N.V. ("ABN"), companhia com sede na Holanda que detinha o controle indireto de duas companhias brasileiras: ABN Amro Arrendamento Mercantil S.A. ("ABN Arrendamento") e Real Leasing S.A. Arrendamento Mercantil ("Real Leasing"). O pedido é fundamentado no entendimento de que a referida operação não se enquadra na hipótese legal de obrigatoriedade de realização de OPA, prevista no art. 254-A da LSA.

PEDIDO

2 Em 21.11.07, o RFS protocolou pedido à CVM (fls. 01/03), no sentido de não realização pela companhia de OPA para a transferência de controle de duas companhias brasileiras: ABN Arrendamento e Real Leasing, por acreditar que tal operação não se afigura na hipótese legal descrita no art. 254-A da LSA.

3 O RFS, segundo o próprio, é uma sociedade privada de responsabilidade limitada, participada integralmente por The Royal Bank of Scotland Group plc ("RBS"), Fortis AS/NY, Fortis N.V., e Banco Santander ("Santander").

4 Em 17.10.07, os referidos bancos, através do RFS, adquiriram o controle do ABN, a partir do lançamento de oferta de aquisição de ações ordinárias, preferenciais conversíveis em ordinárias e de ABN American Depositary Shares em circulação no mercado. Quando liquidada a oferta, o RFS havia adquirido ações no montante de 84,17% do capital social da ABN. Tal posição foi majorada com novo lançamento de oferta de compra de ações da ABN, resultando na aquisição total de 96,95% do capital social da empresa.

5 Segundo o RFS, o capital social do ABN era pulverizado, sem que existisse um acionista ou um grupo de acionistas que assumisse a posição de controlador, nos termos da lei brasileira.

6 Em 28.05.07 e 17.09.07, foram celebrados Acordos de Acionista e Consórcio entre os bancos sócios do RFS e o próprio RFS, tendo em vista a divisão dos ativos do ABN entre os referidos bancos.

7 No que tange ao Brasil, ficou acordado que todas as unidades do ABN no País seriam transferidas ao Santander, exceto a Global Client Business. Quanto a esta, o Acordo dispõe que será transferido ao RBS que, por sua vez, o alienará ao Santander. Assim, o Santander, nos termos do Acordo, figura como o adquirente final dos ativos do ABN no Brasil.

8 O ABN é controlador indireto das seguintes companhias abertas no Brasil: (i) ABN Arrendamento, companhia cujas ações não circulam no mercado; e (ii) Real Leasing, companhia com apenas 0,01% de ações de sua emissão em circulação.

9 Acreditando que a aquisição de controle dessas companhias configura hipótese de aquisição originária de controle, o RFS sustenta que a operação não se amoldaria à hipótese descrita no art. 254-A da LSA ou à Instrução CVM 361/02, não ensejando, portanto, obrigatoriedade de realização de OPA voltada para os acionistas minoritários das referidas companhias.

10 Nestes termos, o RFS pede que seu entendimento seja ratificado pela CVM.

MEMORANDO DE DIAS CARNEIRO ADVOGADOS

11 De forma a sedimentar seu pedido, RFS trouxe ao processo memorando do escritório Dias Carneiro Advogados (fls. 04/11), favorável ao entendimento de que em caso de aquisição originária de controle de uma companhia aberta, segundo a lei brasileira, não seria necessária a realização de OPA.

12 Primeiramente, o memorando define as duas formas de aquisição de controle de uma companhia aberta: (i) a aquisição originária, em que há o surgimento de um acionista controlador a partir de um capital social até então pulverizado; e (ii) a aquisição secundária, em que o acionista controlador transfere o controle da companhia a outro acionista ou a terceiro.

13 A partir dessa classificação, o memorando sustenta que o art. 254-A da LSA estabelece a obrigatoriedade de realização de OPA apenas no caso de aquisição secundária do controle acionário, conforme se observaria a partir da própria redação do artigo:

14 "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".

15 Logo, em situações em que as ações de determinada companhia são pulverizadas, sem um controlador definido, não haveria que se falar na obrigatoriedade de realização de OPA por aquele que alcança a posição de acionista controlador.

16 Ademais, na hipótese de aquisição originária, não haveria um sobrevalor pago às ações de controle, na medida em que não existe um controle concentrado.

17 Para corroborar a posição acima exposta, o memorando traz os entendimentos da Bovespa e da CVM sobre o assunto, descritos abaixo:

18 "Isto porque a situação (...) configura uma **aquisição originária de controle**, figura essa que, apesar de implicar no surgimento de um acionista controlador de companhia listada, não gera a obrigação de realização, por esse controlador, de oferta pública, dirigida aos acionistas da respectiva companhia listada, pois não houve a transferência a terceiro de um controle pré-constituído".

19 "**Aquisição originária de controle e oferta pública por aquisição indireta.** (...) Essa hipótese, de oferta decorrente de aquisição, e não de alienação

do controle, não está prevista na lei brasileira (...). A aquisição originária do controle até então disperso entre milhares de acionistas não faz incidir a regra do art. 254-A. Tal oferta só ocorre, como no caso concreto, porque o estatuto da companhia controlada expressamente assim o estabelece."

20 Analisando o caso concreto, o memorando chega à conclusão de que o RFS passou a ser controlador final indireto das duas companhias brasileiras (ABN Arrendamento e Real Leasing) mediante aquisição originária do controle do ABN, não constituindo situação de alienação do controle indireto, nos termos do art. 254-A da LSA e da Instrução CVM 361/02.

21 Por conseguinte, não estaria o RFS obrigado a realizar OPA das ações detidas pelos acionistas não controladores, quando no processo de transferência de controle das duas companhias para o RFS.

DECISÃO DO CADE

22 Quanto às operações de aquisição de controle do ABN pelo RFS, e de sua reorganização societária realizada pelas companhias controladoras do adquirente - Santander, Fortis e RBS, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) emitiu decisão favorável às operações (fls. 14/17).

PARECER DA SRE

23 Em 28.12.07, a SRE emitiu parecer sobre o caso (fls. 31/34), contrário ao entendimento do requerente a respeito da não obrigatoriedade de realização de OPA.

24 Inicialmente, a SRE trouxe precedentes julgados pela CVM, mais especificamente os casos **Arcelor Brasil S.A. / Acesita S.A e E.ON.**

25 Quanto ao primeiro, o processo referia-se a pedido de não realização de OPA pela Mittal Steel no âmbito da aquisição de controle da Arcelor S.A., companhia sediada em Luxemburgo e controladora de duas companhias brasileiras: a Arcelor Brasil S.A. e a Acesita S.A. O pedido tinha como fundamento o fato de que a aquisição da Arcelor S.A. pela Mittal Steel deu-se de forma originária, não se amoldando, portanto, ao art. 254-A da LSA e aos arts. 8º a 10 do estatuto social da Arcelor Brasil.

26 A SEP e a SRE comunicaram ao requerente seu entendimento de que a Mittal Steel, como adquirente do poder de controle indireto da Arcelor Brasil S.A., tinha o dever de cumprir com a obrigação prevista no estatuto da companhia. No entanto, quanto a Acesita S.A., não foi exigida a realização de OPA.

27 Quanto ao segundo caso, referente a pedido idêntico ao da Mittal Steel e formulado pela E.ON, então adquirente da Endessa S.A (controladora de companhias brasileiras), a SRE assim se manifestou: *"Embora reconhecamos que o controle da Endesa está pulverizado no mercado, entendemos que, a partir do momento em que o sucesso da oferta de aquisição de controle se condiciona à aceitação dos acionistas detentores de 50,01% das ações emitidas, configurar-se-ia o efetivo exercício do poder de controle da companhia por tal grupo de acionistas, ainda que não vinculados por acordo formal. Este raciocínio estaria amparado na definição de acionista controlador prevista no inciso IV, alínea 'b', do art. 3º da Instrução CVM, 361/02⁽¹⁾(...)"*.

28 No entanto, o Procurador Chefe da CVM discordou do posicionamento acima descrito, alegando que, a partir dos elementos trazidos, ratificava o seu parecer exarado no caso Acesita e Arcelor Brasil, no sentido da inaplicabilidade do art. 254-A da LSA no âmbito da aquisição indireta do controle da Acesita e Arcelor Brasil pela Mittal Steel.

29 Analisando o presente caso, a SRE emitiu parecer no sentido de enquadrar a operação de aquisição do ABN pelo RFS na hipótese legal prevista no art. 254-A da LSA, por acreditar que, embora o controle do ABN estivesse pulverizado no mercado, a partir do momento em que o sucesso da oferta de aquisição de controle se condiciona à aceitação dos acionistas detentores de 50,01% das ações emitidas, com efetiva negociação de preço, seria forçoso assumir a formação de um bloco de controle ou de um acordo de acionistas tácito, cujos acionistas negociam por meio dos administradores da companhia controladora, ainda que não estejam vinculados por acordo formal.

30 Por fim, a SRE registra que, se não for considerado incidente ao caso o art. 254-A da LSA, privar-se-á os acionistas minoritários do direito de alienarem suas ações face à mudança de controle ocorrida.

É o relatório.

VOTO

31 O pedido apresentado por RFS é de não realização de OPA no âmbito do processo de aquisição de controle do ABN, companhia estrangeira que detinha o controle indireto de duas companhias brasileiras: ABN Amro Arrendamento Mercantil S.A. ("ABN Arrendamento") e Real Leasing S.A. Arrendamento Mercantil ("Real Leasing"). O pedido é fundamentado no entendimento de que a referida operação não se enquadra na hipótese legal de obrigatoriedade de realização de OPA, prevista no art. 254-A da LSA.

32 O principal questionamento é no âmbito de aplicabilidade do art. 254-A da LSA, cujo teor segue abaixo:

"A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, 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".

33 A meu ver, à letra da lei, a obrigatoriedade de realização de OPA disposta no art. 254-A, refere-se tão somente às situações em que há efetiva alienação do controle de uma companhia. Ou seja, é aplicável quando o então acionista ou grupo de acionistas controlador de uma companhia alienam a outro acionista ou terceiro, bloco de ações com direito a voto ou os direitos à sua titularidade que lhes permitiam exercer efetivamente o poder de controle da companhia.

34 Nesta hipótese, torna-se dever do novo acionista controlador realizar OPA de ações visando os acionistas minoritários da companhia da qual exerce o poder de controle, de forma a lhes permitir o acesso à mais-valia (denominado pela doutrina como "prêmio") paga ao(s) então acionista(s) controlador(es) na aquisição de ações de sua titularidade, em razão da transferência do poder de controle.

35 Em comunhão com o entendimento de que o art. 254-A somente se aplica aos casos de alienação de controle, trago aqui a opinião de Carlos Augusto Junqueira de Siqueira sobre o assunto: *"o art. 254-A incide sobre as operações de transferência do controle desde que alguém o detenha e venha a transferi-lo onerosamente. Essas são as aquisições derivadas⁽²⁾".*

36 Luiz Leonardo Cantidiano segue a mesma linha, ao afirmar que: *"para que venha a ser exigida a apresentação da oferta pública de que trata o artigo 254-A da lei, é indispensável que um acionista da companhia, detentor de um bloco de ações ordinárias que asseguram o exercício do poder de controle,*

alíene as ditas ações a um terceiro, o qual, concluída a operação, substituirá o antigo controlador, passando ele, adquirente, a exercer o poder de comandar os destinos da respectiva companhia." ⁽³⁾.

37 O autor afirma ainda que restaria configurada a alienação de controle "a transferência, de forma direta ou indireta, (a) de ações integrantes do bloco de controle, (b) de ações vinculadas a acordo de acionistas, (c) de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, e (d) a 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" ⁽⁴⁾.

38 Fábio Konder Comparato, tratando o tema à luz das determinações normativas contidas na Instrução CVM 361/02, assim dispõe : "A Instrução CVM 361, de 5 de março de 2002, disciplinou três tipos de oferta pública de aquisição (OPA) obrigatória: a OPA para cancelamento de registro, a OPA por aumento de participação do acionista controlador, a OPA por alienação de controle (art. 2º). Todas pressupõem a existência de controle majoritário." ⁽⁵⁾ (g.n.).

39 Partindo do entendimento acima elaborado e explicitado, e analisando o caso concreto, entendo que a operação de aquisição do controle do ABN pelo RFS não se amolda à situação do art. 254-A, tendo em vista que, segundo as informações trazidas pelo requerente e conforme amplamente divulgado, a referida aquisição foi realizada mediante oferta pública de aquisição de ações do ABN ao mercado; e não na alienação do poder de controle por um antigo acionista controlador, como assim definido no art.116 da mesma lei.

40 A alienação do controle expressa no art. 254-A, seja ela direta ou indireta, pressupõe a existência de um acionista ou grupo de acionistas que, efetivamente, detenham e exerçam o poder de controle da companhia emissora das ações de sua titularidade, possibilitando, assim, a transferência onerosa desse poder a outro acionista ou a terceiro, que se tornará então o novo acionista controlador.

41 No caso do ABN, dada a sua estrutura acionária extremamente pulverizada (os três maiores acionistas detinham, respectivamente: 3,05 %, 2,67% e 2,14%) e a inexistência de um acordo de acionistas visando o controle da companhia, é possível se dizer, de plano, que nenhum acionista ou grupo de acionistas da companhia exercia efetivamente o poder de controle da companhia.

42 Sobre o tema, Modesto Carvalhosa, cuja opinião acompanha o entendimento dos autores supracitados, desenvolve quais seriam os elementos caracterizadores de uma alienação de controle: "Dois são os elementos fundamentais para que se caracterize a alienação do controle acionário, para os efeitos do presente art. 254-A: 1) que da operação, em seu conjunto, e de uma só vez ou por etapas, resulte a presença de um novo acionista controlador ou de um grupo de controle (art. 118); 2) e que a transferência do controle, não importa a sua modalidade, apresente um caráter oneroso, ou seja, que em algum momento o antigo controlador ou participante do bloco de controle receba alguma forma de remuneração" ⁽⁶⁾.

43 Logo, com a oferta pública de aquisição de ações realizada pela RFS, operou-se a formação da posição de acionista controlador no ABN, até então inexistente. Assim, a aquisição do controle no caso concreto caracterizou-se como originária, visto que não ocorreu efetivamente a transferência de bloco de controle, tal como acontece na alienação de controle, mas sim o seu surgimento.

44 A doutrina é pacífica quanto à conceituação e a utilização dos conceitos de aquisição de controle derivada e originária, caracterizando-se a última quando da operação resultar a formação de bloco de controle no patrimônio de um acionista ou grupo, até então inexistente na companhia; e está regulada no art.257 da LSA. Ao contrário, caracteriza-se como aquisição derivada aquela em que um acionista ou um grupo de acionistas controladores transferem o bloco de ações ou os direitos que lhes garantiam o poder de controle a outro acionista ou terceiro, tornando-se estes os novos controladores.

45 A modalidade de aquisição originária, a meu ver, não se enquadra nos requisitos elencados no art. 254-A, mais precisamente a necessidade de ter havido transferência onerosa do controle (alienação), considero afastada a necessidade de realização de OPA no caso concreto. Corroborando esse entendimento, trago a posição de alguns autores.

46 Carlos Augusto Junqueira diz que " a aquisição originária de controle não exige a realização de oferta pública de extensão aos minoritários" , caracterizando como originária a aquisição, quando não existir "um bloco de ações de controle, vindo este a ser formado, mediante oferta de compra de ações no mercado, por parte de terceiro (ou acionista), que passará a controlar a companhia" ⁽⁷⁾.

47 Carvalhosa também segue esse entendimento, conforme se observa abaixo: "Tratando-se de aquisição originária, o entendimento da CVM, na vigência do art. 254 da lei nº 10.303, de 2001, manifestado na prática de atuação de sua então existente Gerência de Operações Especiais –GEO, era no sentido de que não seria obrigatória a oferta pública, visto que inexistente a alienação do controle acionário". "A redação deste art. 254-A segue tal entendimento, uma vez que: 1) o caput dispõe que a oferta pública aos minoritários visa a assegurar-lhes preço no mínimo igual a 80% por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle, ou seja, há de ter existido previamente um bloco de controle; 2) o preço da oferta pública é calculado sobre o valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle, ou seja, há de ter sido feito algum pagamento aos integrantes do bloco de controle" ⁽⁸⁾.

48 Em sua obra, Reforma da Lei das S.A., Cantidiano ensina que: "(...)ainda que haja, por parte de terceiro, estranho ao grupo de controle, a aquisição originária de um bloco de ações que assegure, ao referido terceiro, a partir da citada aquisição, comandar os destinos da companhia, não será obrigatória a apresentação, pelo novo controlador, de oferta pública dirigida aos acionistas minoritários, porque não terá ocorrido, em tal hipótese, alienação de controle que origine a obrigação de formular proposta pública de compra das ações que são detidas pelos demais acionistas da companhia, também titulares de ações ordinárias de sua emissão" ⁽⁹⁾.

49 Em que pese a constatação de que a aquisição originária do controle da ABN tenha sido realizada no exterior, considero que tal fato não tem o condão de fazer incidir a regra do art. 254-A, uma vez que não há qualquer norma jurídica nesse sentido. Dessa forma, entendo correta a aplicação em igual medida do art. 254-A para operações realizadas tanto no mercado nacional quanto no estrangeiro, sob o risco de, assim não procedendo, onerar sem base legal o adquirente originário de controle de companhia no exterior apenas pelo fato desta ter o controle de companhias brasileiras. Assim, o takeover realizado no exterior, que implique na mudança de comando de companhia estrangeira controladora de sociedade brasileira, não obriga o agora acionista controlador indireto desta a realizar OPA, visto que o art. 254-A não incide sobre as operações de aquisição originária de controle.

50 ição, inclusive, já foi exarada no Processo CVM RJ 2006/6209 ⁽¹⁰⁾, referente à necessidade ou não da realização de OPA pela Mittal Steel visando os acionistas minoritários da Arcelor Brasil e da Acesita S.A., em razão da aquisição originária do controle pela controladora estrangeira das duas companhias brasileiras (a Arcelor S.A.).

51 No referido processo, a área técnica da CVM (SEP e SRE), acompanhando posição da PFE, decidiu que a OPA era necessária para os acionistas da Arcelor Brasil, em virtude do estatuto social desta companhia conter cláusula que obrigava a realização de OPA para os casos de aquisição de controle, expressão que, segundo a área técnica, englobaria tanto a aquisição derivada de controle quanto a originária.

52 Quanto à Acesita S.A., cujo estatuto não continha igual cláusula, a área técnica decidiu que, nos termos do art. 254-A da LSA, a realização de OPA não era exigível no caso concreto, pois se tratava de hipótese de aquisição originária de controle, não enquadrada na norma legal. Ambas as posições foram acolhidas pelo Colegiado em sede de recurso.

53 Por último, quanto ao presente processo, entendendo não estar correta a posição da SRE de que, a partir do momento em que o sucesso da oferta pública de aquisição do controle de uma companhia se condiciona à aceitação dos acionistas detentores de 50,01% das ações, havendo efetiva negociação de preço entre os acionistas, através do corpo gestor da companhia, e o(s) ofertante(s), configura-se o exercício do poder de controle da companhia e, conseqüentemente, há a formação de um bloco de controle.

54 Sob esse ponto de vista, a referida operação reverter-se-ia de um caráter de transferência onerosa do poder de controle, fazendo incidir, portanto, o art. 254-A da LSA.

55 Refuto essa posição, por acreditar que a citada negociação não caracteriza a operação como uma alienação de controle. É de se lembrar que, mesmo nessa hipótese, a oferta de aquisição de ações a ser lançada pelo(s) acionista(s) ou terceiro(s), com o intuito de obter o controle da companhia emissora daquelas ações, continuará visando os acionistas como um todo, e não somente àqueles participantes da negociação do preço da oferta.

56 Portanto, mesmo com a efetiva negociação, considero que restaria intacta a qualidade de aquisição originária na situação elaborada pela SRE.

57 Lembro que o sucesso de uma oferta de aquisição de controle não necessariamente está condicionado a aceitação de 50,01% das ações da companhia cujo controle é almejado. Em verdade, a porcentagem de aceitação para a referida aquisição depende não de um valor fixo, mas sim da estrutura societária da companhia visada, cuja variabilidade é grande de empresa para empresa.

58 Faço ainda outro adendo, caso o Colegiado discorde de meu voto e considere necessária a realização de OPA no caso concreto, cabe observar que o valor que seria ofertado não poderia ser igual ao do *takeover* realizado no exterior; dado que essa foi uma oferta que refletiu a aquisição de todos os ativos do ABN e a operação no Brasil é apenas uma parte deles. Seria necessário segregar quanto da oferta total representou os ativos localizados no Brasil, para que se estabelecesse o valor ações da ABN Arrendamento e da Real Leasing frente ao seu controlador indireto: o ABN.

59 Importante ressaltar que não se encontra presente neste caso de qualquer dos defeitos do negócio jurídico.

60 Nesses termos, voto pela confirmação do entendimento do requerente, no sentido da não exigibilidade da realização de OPA no caso concreto.

É como voto.

Rio de Janeiro, 29 de janeiro de 2008.

Durval Soledade

Diretor-Relator

[\(1\)](#) IV – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

[\(2\)](#) SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. Transferência de Controle Acionário, FMF, ed. 2004, pg. 264.

[\(3\)](#) Trecho extraído de Texto publicado originalmente no Jornal Valor Econômico, edição do dia 13/06/2007

[\(4\)](#) CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Reforma da Lei das S.A. Comentada. Ed. Renovar, 2002, pg. 238

[\(5\)](#) COMPARATO, Fábio Konder. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. Ed. Forense, 205, pg. 243.

[\(6\)](#) CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, 2003, pg. 166

[\(7\)](#) Ob. Cit. Pg. 263 e 264.

[\(8\)](#) Ob. Cit. Pg. 173

[\(9\)](#) Ob. Cit. Pg. 238.

[\(10\)](#) Julgado em reunião do Colegiado da CVM datada de 25.09.06