

1. Introdução

1.1 Discute-se, neste caso, se a seguinte operação deve dar ensejo a uma oferta pública por alienação de controle, nos termos do art. 254-A da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976: [\(1\)](#)

- i. Dapean Participações S.A. ("Dapean") é uma subsidiária integral da Petróleo Brasileiro S.A. ("Petrobras");
- ii. Dapean é titular de 76,6% do capital total da Suzano Petroquímica S.A. ("Suzano") e outras participações societárias no setor petroquímico;
- iii. antes de qualquer das operações abaixo, Dapean fará uma redução de capital, pagando à Petrobras a quantia de R\$495 milhões;
- iv. Fasciatus Participações S.A. ("Fasciatus") é uma subsidiária integral de União de Indústrias Petroquímicas ("Unipar");
- v. Fasciatus é titular de uma série de participações societárias no setor petroquímico;
- vi. Fasciatus comprará, por aproximadamente R\$194 milhões, ou R\$0,9152 por ação, a participação societária minoritária detida indiretamente pela Petrobras na Rio Polímeros S.A. ("RioPol");
- vii. Fasciatus também pretende comprar, pelo mesmo preço por ação, a participação minoritária da Suzano na RioPol; e
- viii. Dapean incorporará Fasciatus; e
- ix. após a incorporação, Unipar passará a ser titular de aproximadamente 60% e Petrobras, 40% do capital votante e total de Dapean.

1.2 A Superintendência de Registro da CVM ("SRE") e o Diretor Sérgio Weguelin acreditam que essa operação caracteriza uma alienação do controle de Suzano para os fins do art. 254-A.

1.3 Discordo dessa opinião, pelos motivos que passo a expor.

2. Análise

2.1 Ninguém tem dúvidas, acredito eu, que a incorporação de uma companhia não equivale a uma alienação de controle. A Lei n.º 6.404/76 não deixa margem para discussão a esse respeito, pois trata essas operações por meio de dispositivos distintos e de maneira completamente diversa.

2.2 Tampouco resta dúvida, acredito eu, de que a incorporação não gera a necessidade de oferta pública para os acionistas das companhias diretamente envolvidas, nem mesmo quando ocorre mudança do acionista controlador de uma das companhias. Não há necessidade de oferta pública porque, na incorporação, todos os acionistas devem, via de regra, receber o mesmo valor pelas suas ações. [\(2\)](#)

2.3 Neste caso, porém, o que se disputa não é a necessidade de oferta pública aos acionistas das sociedades diretamente envolvidas na incorporação – Dapean e Fasciatus – mas sim aos acionistas de uma companhia aberta controlada pela incorporadora – Suzano, que deixará de ser controlada por Petrobras e passará a ser controlada por Unipar.

2.4 Se essa disputa pudesse ser decidida mediante a simples determinação de quem era acionista controlador da Suzano antes da operação e de quem é acionista controlador depois dela, eu seria obrigado a concordar com a SRE e com o Diretor Sérgio Weguelin. Mas nossos precedentes deixam claro que não é assim que se resolve a questão.

2.5 Nesse sentido, o colegiado da CVM já deixou claro que a existência de um novo acionista controlador não é suficiente para disparar a obrigação de oferta pública. Para que a oferta seja obrigatória, é preciso que o controle passe das mãos de um controlador para outro. Por isso, não há oferta pública nas aquisições originárias de controle. [\(3\)](#)

2.6 O colegiado também já deixou claro que o art. 116 da Lei n.º 6.404/76 não é um bom parâmetro para determinar se uma operação deve dar ensejo a uma oferta pública, por duas razões. Primeiro, porque o art. 116 define o que é "acionista controlador" e não o que é "controle". Segundo, porque o art. 116 visa a identificar o acionista controlador para uma finalidade diversa, qual seja, responsabilizá-lo por abuso de poder. [\(4\)](#)

2.7 Portanto, nossa análise deve concentrar-se no próprio art. 254-A, cujo parágrafo primeiro contém a seguinte definição de "alienação de controle":

Art. 254-A. (...)

§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.

2.8 A redação desse dispositivo já foi muito criticada, inclusive por este colegiado. [\(5\)](#) No entanto, ele é o único parâmetro legal a guiar nossa interpretação, razão pela qual devemos tentar extrair o máximo possível de seu texto, interpretando-o literalmente. Neste caso específico, aliás, a interpretação literal parece ser ainda mais indicada do que em circunstâncias normais.

2.9 Logo de início, precisamos reconhecer que é muito difícil identificar um propósito claro para o art. 254-A. [\(6\)](#) Na literatura internacional, costuma-se atribuir três possíveis propósitos para a obrigatoriedade da oferta pública por alienação de controle: (i) preservar a igualdade entre os acionistas; (ii) repartir o prêmio de controle; e (iii) conferir direito de saída em caso de mudança estrutural. [\(7\)](#)

2.10 No Brasil, o primeiro objetivo foi aventado na vigência do revogado art. 254, que falava literalmente em "tratamento igualitário". Mas qualquer que fosse a aderência desse propósito à disciplina legal anterior, ela deixou de existir após a reforma, pois o próprio art. 254-A permite o tratamento desigual: o acionista minoritário tem direito a apenas 80% do preço pago ao controlador. Além disso, só os ordinaristas têm direito à oferta. [\(8\)](#)

2.11 Por isso, a visão predominante é de que o art. 254-A visa repartir o prêmio de controle entre os acionistas. Mas por que então a oferta deve ser feita

por 80% do valor pago ao controlador? Prêmios de controle pequenos não precisam ser divididos e prêmios maiores só precisam ser divididos acima de um determinado valor? Por que então os preferencialistas são excluídos da oferta?

2.12 Esses questionamentos já levaram alguns a sustentar, inclusive nesta casa, que o propósito do art. 254-A é dar direito de saída aos acionistas em caso de alteração essencial na estrutura da empresa.⁽⁹⁾ Mas por que então a oferta só é exigida quando há efetiva alienação do controle e não em todas as situações em que o controlador da empresa muda, como na aquisição originária? Por que então não se confere o recesso nessa situação, ao invés de 80% do valor pago ao controlador?

2.13 Diante da dificuldade de precisar o propósito do art. 254-A, a interpretação literal parece ser a única saída. E uma saída cujas principais vantagens – segurança e previsibilidade – parecem ser bastante adequadas nesse contexto.

2.14 Normalmente, aquisições de controle são negócios caros; e a oferta pública é um ônus bastante significativo para o adquirente, um ônus que pode alterar completamente o preço pago e, em casos extremos, inviabilizar o negócio. Assim sendo, é muito importante que o critério utilizado para averiguar a necessidade de oferta seja objetivo e previsível, como a interpretação literal costuma proporcionar.

2.15 Interpretando o texto do §1º do art. 254-A, não vejo como exigir oferta pública neste caso concreto. Por mais problemas interpretativos que esse dispositivo possa ensejar, um requisito parece estar acima de dúvida: a necessidade de uma "transferência" ou "cessão", seja de ações, seja de valores mobiliários, seja de direitos de subscrição, seja de outros títulos.

2.16 Confira-se:

Art. 254-A. (...)

§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.

2.17 Neste caso, não houve qualquer transferência: as ações detidas pela Petrobras nunca mudaram de mãos. Antes e depois da incorporação, Petrobras mantém as mesmas ações e em mesmo número. Sua participação societária sofre diluição significativa, o que faz com que ela perca o controle da companhia, mas não há nenhuma transferência. Por conseguinte, não há alienação de controle segundo o critério previsto no §1º do art. 254-A.

2.18 Cientes disso, a SRE e o Diretor Sérgio Weguelin procuram dar uma interpretação mais lata ao conceito de "transferência indireta" previsto do §1º do art. 254-A. Para tanto, buscaram amparo no seguinte trecho do voto do Diretor Pedro Marcílio no Proc. CVM nº 2005/4069, decidido em 11 de abril de 2006:

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).

2.19 Tenho dúvidas de que o conceito de "transferência indireta" comporte uma interpretação tão ampla como essa. Seja como for, acredito que os fatos deste caso não se enquadram nem mesmo nessa concepção ampla. Pois mesmo nessa concepção é preciso que haja a transferência de algo, direitos de voto ou o que seja. No caso concreto, como já disse, não há transferência de nada, pois a Petrobras está mantendo todas as suas ações, com todos os seus direitos.

2.20 Antes de encerrar, gostaria de fazer um esclarecimento importante. Prestigiar a interpretação literal e reconhecer que o art. 254-A não se aplica a este caso concreto não significa dizer que todas as operações de incorporação estão isentas da obrigação prevista no art. 254-A. A interpretação literal não afasta o regime da fraude à lei, previsto no art. 166, VI, do Código Civil e aplicável a todos os negócios jurídicos.

2.21 A operação ora em análise é uma típica incorporação, por meio da qual diversos ativos de um mesmo ramo de atividade são unificados em uma única estrutura societária. Ao contrário do que sugere a SRE, os pagamentos em dinheiro não são contraprestações por alienação de controle.

2.22 O pagamento de R\$194 milhões a ser feito por Fasciatus a subsidiárias da Petrobras nada tem a ver com a Suzano. Esse pagamento tem uma contraprestação específica: a participação minoritária indireta detida por Petrobras na RioPol. Ressalte-se, aliás, que as ações da Unipar na RioPol foram avaliadas pelo mesmo valor por ação na incorporação; e que a Dapean está comprando a participação da Suzano na RioPol pelo mesmo preço por ação: R\$0,9152.⁽¹⁰⁾

2.23 Já a redução de capital de R\$495 milhões é anterior à incorporação e equivale a pagamentos em dinheiro a serem recebidos pela Suzano, referentes a alienações de ativos não-operacionais já contratadas pela companhia. Esse tipo de ajuste, bastante comum em incorporações, tem um propósito claro: excluir do negócio caixa e ativos que não sejam operacionais. Tanto é assim que a redução de capital de Dapean será sucedida por uma redução de capital de Suzano, no mesmo valor.⁽¹¹⁾

2.24 Por estes motivos, entendo que a operação em tela é uma incorporação típica e com finalidade empresarial clara, não sujeita à oferta por alienação de controle prevista no art. 254-A. Note-se, a propósito, que após as operações descritas nos item 1.1 deste voto, Dapean incorporará suas controladas, constituindo uma só empresa operacional.⁽¹²⁾

2.25 Contudo, é preciso deixar claro desde já que, caso venhamos a nos deparar com incorporações de fachada, utilizando sociedades *holding* sem ativos operacionais e pagamentos em dinheiro disfarçados, deveremos aplicar a disciplina da fraude à lei, exigindo a realização da oferta pública.

3. Conclusão

3.1 Por todo o exposto, concluo que não houve, no caso concreto, alienação de controle segundo o conceito previsto no §1º do art. 254-A e que, por conseguinte, a Unipar não está obrigada a realizar oferta pública para os demais acionistas da Suzano.

Rio de Janeiro, 17 de junho de 2008.

Marcos Barbosa Pinto

[\(1\)](#) Descrição da operação conforme Acordo de Investimento para Criação de Sociedade Petroquímica e outras Avenças ("Acordo"), cuja cópia constitui as folhas 2084 a 2113 dos autos deste processo.

[\(2\)](#) Digo "via de regra" porque, em algumas circunstâncias, uma incorporação pode ser realizada com relações de troca diversas, conforme discutido no Parecer de Orientação nº 34 desta autarquia.

[\(3\)](#) Proc. CVM nº RJ 2007/14099, decidido em 29 de janeiro de 2008.

[\(4\)](#) Confira-se o seguinte trecho do voto do Diretor Pedro Marcilio no Proc. CVM nº RJ 2005/4069, decidido em 11 de abril de 2006: "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? 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". 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."

[\(5\)](#) O Presidente Marcelo Trindade considerava tautológica a redação do dispositivo. Proc. RJ2007/7230, decidido em 11 de julho de 2007. Não tenho certeza de que essa crítica é procedente, mas não há como negar que a redação do dispositivo fica aquém do desejável em termos de clareza e precisão conceitual.

[\(6\)](#) Sobre a dificuldade em apontar o propósito do art. 254-A: Pedro Testa. **The Mandatory Bid Rule in the European Community and in Brazil: A Critical View**. August 2006, que pode ser encontrado na *internet* no *site* da Social Science Research Network.

[\(7\)](#) Nesse sentido: Rolf Skog. **Does Sweeden Need a Mandatory Bid Rule?** Amsterdam, SUERF Studies 2, 1997.

[\(8\)](#) Mesmo na vigência do art. 254, a idéia de tratamento igualitário foi considerada contraditória. Fábio Konder Comparato. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: RT, 2ª. ed.,1977, p. 232.

[\(9\)](#) O Diretor Pedro Marcilio compartilhava dessa visão, como fica claro no trecho do seu voto no Proc. CVM nº RJ 2005/4069, transcrito na nota 3 acima.

[\(10\)](#) Cláusula 5.1(ii) do Acordo. Fl. 2093.

[\(11\)](#) Cláusula 5.1(x) do Acordo. Fl. 2095.

[\(12\)](#) Cláusula 5.1(xi) do Acordo. Fl. 2096.