

Para: SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 214/2008

De: GER-1 Data: 17/9/2008

Assunto: Inaplicabilidade do art. 254-A da Lei nº 6404/76
em casos de incorporações – Processo RJ-2008-7849

Senhor Superintendente,

Referimo-nos aos fatos relevantes divulgados em 22/7, 1/9 e 10/9/2008, relativos às reorganizações societárias de Datasul S.A. e Totvs S.A.; Construtora Tenda S.A. e Gafisa S.A.; e Company S.A e Brascan Residential Properties S.A., respectivamente.

No caso Datasul/Totvs, a referida reorganização envolvia a unificação das duas companhias em um só grupo. A operação dar-se-ia por incorporação de ações da Datasul pela Makira do Brasil S.A., companhia fechada controlada pela Totvs, e subseqüentemente, por incorporação da Makira pela Totvs, de modo que a base acionária da Datasul seria unificada à base acionária da Totvs.

Desse modo, todos os acionistas da Datasul passariam a ser acionistas da Totvs, mediante a emissão pela Totvs de novas ações ordinárias representativas de 14,3% do seu capital social. Ademais, os acionistas da Datasul receberiam o montante total de R\$ 480 milhões, sendo parte em dividendos e parte como pagamento pelo resgate de ações preferenciais da Makira a ser deliberado pelos acionistas da Datasul.

No segundo caso, Tenda/Gafisa, as companhias ajustaram a integração societária das atividades de Tenda e de Fit Residencial Empreendimentos Imobiliários Ltda., sociedade controlada por Gafisa, por meio de incorporação de Fit por Tenda.

Após a referida incorporação, a Gafisa passará a ser titular de ações representativas de 60% do capital total e votante de Tenda. Na data da incorporação, Fit deve ter capital social de, no mínimo, R\$ 420 milhões, totalmente subscrito e integralizado por Gafisa e caixa líquido de, pelo menos, R\$ 300 milhões.

No terceiro caso, Company/Brascan, a operação dar-se-ia por meio de uma incorporação de ações da Company pela Brascan SPE SP-3 S.A., subsidiária da Brascan, e subseqüentemente, por incorporação da subsidiária pela própria Brascan, de modo que a base acionária da Company seria unificada à base acionária da Brascan, nos moldes descritos para o caso Datasul/Totvs.

Assim, a incorporação das ações de emissão da Company pela subsidiária da Brascan resultaria na emissão, pela subsidiária, de ações ordinárias e de ações preferenciais resgatáveis. No mesmo ato, haveria a deliberação do resgate das ações preferenciais, com pagamento do valor total de R\$ 200 milhões, menos o valor de qualquer distribuição de dividendos que venha a ser declarada pela Company.

De acordo com as informações anuais referentes a 31/12/2007, disponibilizadas no *site* desta CVM, a Datasul apresentava como acionistas controladores Miguel Abuhab (25,65% ações ordinárias) e Fundo Fator Sinergia III FIA (7,14% ações ordinárias), que totalizavam 32,79% do capital votante da companhia.

Já na Tenda, eram acionistas controladores HPJO Participações S.A. (47,15% ações ordinárias), José Olavo Mourão Alves Pinto (1,74%) e Henrique Alves Pinto (1,74%), totalizando 50,63% do capital votante. Ressalta-se a divulgação, em 1/9/2008, de acordo de acionistas composto pelos três acionistas acima e André Aragão Martins Vieira (0,57% das ações ordinárias), qualificado como acionista minoritário, totalizando 51,20% do capital votante.

No caso da Company, os acionistas controladores são Company Adm. e Participações Ltda. (31,67% ações ordinárias) e Walter Lafemina (7,78% ações ordinárias), totalizando 39,45% do capital votante. No entanto, somando as participações de Gilberto Benevides (4,67%), Elias Jorge (2,33%), Luiz Rogelio Tolosa (3,11%) e Luiz Angelo Zanforlin (1,56%), acionistas da Companhia e cotistas de sua controladora, chega-se a 51,12% do capital votante.

Ademais, os estatutos sociais das três companhias (Datasul, Tenda e Company) apresentavam cláusulas de proteção à dispersão acionária, se fosse o caso, nos termos abaixo:

Datasul

Artigo 39 – Qualquer Acionista Adquirente, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 15% (quinze por cento) do total de ações de emissão da Companhia, deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 15% (quinze por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, inclusive quanto à necessidade ou não de registro de tal oferta pública, os regulamentos da BOVESPA e os termos deste Artigo 39, estando o Acionista Adquirente obrigado a atender as

eventuais solicitações ou as exigências da CVM com base na legislação aplicável, relativas à oferta pública de aquisição, dentro dos prazos máximos prescritos na regulamentação aplicável.

Parágrafo 2º - O preço de aquisição na oferta pública de aquisição de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) o Valor Econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) 130% (cento e trinta por cento) do maior preço de emissão das ações em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 12 (doze) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da oferta pública de aquisição nos termos deste Artigo 39, devidamente atualizado pelo IGPM/FGV até o momento do pagamento; e (iii) 130% (cento e trinta por cento) da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 90 (noventa) dias anterior à realização da oferta pública de aquisição.

Parágrafo 6º – O disposto neste Artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de ações de emissão da Companhia em quantidade superior a 15% (quinze por cento) do total das ações de sua emissão em decorrência (i) de sucessão legal, sob a condição de que o acionista aliene o excesso de ações em até 60 (sessenta) dias contados do evento que foi atingida tal participação; (ii) incorporação de uma outra sociedade pela Companhia; (iii) incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia; ou (iv) da subscrição de ações da Companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em Assembléia Geral de acionistas da Companhia.

Construtora Tenda S.A.

Na hipótese de haver Controle Difuso, qualquer Acionista Adquirente (conforme definição abaixo), que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, inclusive por força de usufruto que lhe assegure direitos políticos de sócio, em quantidade igual ou superior a 20% do total de ações de emissão da Companhia, excluídas para os fins deste cômputo as ações em tesouraria, deverá, no prazo de 60 dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações nessa quantidade, realizar ou solicitar o registro de uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia ("OPA"), observando-se o disposto na regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliários, os regulamentos da Bolsa de Valores de São Paulo e os termos deste Capítulo.

O disposto neste Artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de ações de emissão da Companhia em quantidade superior a 20% do total das ações de sua emissão, em decorrência: da incorporação de uma outra sociedade pela Companhia ou da incorporação da Companhia por uma outra sociedade; e da incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia ou da incorporação de ações da Companhia por uma outra sociedade;

Company S.A.

Artigo 47 A partir da data em que o Controle da Companhia passe a ser qualificado como Controle Difuso, conforme definido no Parágrafo 3º do Artigo 44 acima, qualquer Acionista Adquirente, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, inclusive quanto à necessidade ou não de registro de tal oferta pública, os regulamentos da BOVESPA e os termos deste Artigo 47, estando o Acionista Adquirente obrigado a atender as eventuais solicitações ou as exigências da CVM com base na legislação aplicável, relativas à oferta pública de aquisição, dentro dos prazos máximos prescritos na regulamentação aplicável.

Parágrafo Sétimo: O disposto neste Artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de ações de emissão da Companhia em quantidade superior a 20% (vinte por cento) do total das ações de sua emissão em decorrência (i) de sucessão legal, sob a condição de que o acionista aliene o excesso de ações em até 60 (sessenta) dias contados do evento que foi atingida tal participação; (ii) incorporação de uma outra sociedade pela Companhia; (iii) incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia; ou (iv) da subscrição de ações da Companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em Assembléia Geral de acionistas da Companhia.

Controvérsia veiculada nos jornais

Com a divulgação da operação de Tenda/Gafisa, surge nos veículos de comunicação, uma discussão em torno da ausência de *tag along* aos acionistas minoritários de Tenda.

Em 2/9/2008, no jornal Valor Econômico, cita-se "É o que os advogados chamam de "aquisição originária". Alguém fica com o controle de uma empresa sem que ninguém tenha vendido."

No dia seguinte, o título da matéria sobre o tema amplia a discussão: "Mercado reage mal à compra da Tenda e ação cai mais 15%".

Nesse ponto, Wilson Amaral, presidente da Gafisa se manifesta: "por definição, "tag along" significa prêmio de controle e, nesse caso, não houve prêmio ao controlador. Primeiro, ele não vendeu o controle, mas, sim, abriu mão dele, sem qualquer contrapartida, uma vez que não recebeu dinheiro algum por isso. Ele teve a participação diluída e não recebeu vantagem alguma. (...) tag along pode ser entendido também como o direito de ir a reboque. É exatamente o que está acontecendo. Controlador e minoritário estão recebendo o mesmo tratamento".

De outro lado, traz a matéria que "os analistas fizeram duras críticas à ausência de tag along. (...) a transação configura alienação do controle e, por isso, deveria estender aos minoritários da Tenda a mesma oportunidade dada ao acionista vendedor. (...) os argumentos pareceram não convencer os analistas, que viram falhas de governança na operação".

Em 4/9/2008, o assunto se manteve em pauta no referido periódico: "por ser uma troca de controle, os acionistas minoritários se decepcionaram com a ausência de uma oferta de prêmio de controle (tag along). Os papéis dispersos na bolsa não serão comprados pela Gafisa porque os atuais controladores da Tenda não venderão suas ações, eles perderão o comando por serem diluídos com o aumento de capital para incorporação da Fit. A diluição será na mesma proporção do que ocorrerá com os demais minoritários."

O tema também foi salientado pela Agência Estado, durante alguns dias, como se segue:

"A Fit será incorporada pela Tenda, que continuará a operar como companhia aberta, tendo suas ações negociadas no Novo Mercado da Bovespa. A operação não acarretará direito de tag along para os acionistas da Tenda, o que desagradou investidores. As ações ON da Tenda foram duramente penalizadas nas sessões seguintes à divulgação do negócio."

"Analistas e investidores apontaram falhas de governança corporativa, com destaque para o fato de, no entendimento da Gafisa, não existir o direito de tag along para os minoritários de Tenda, já que não haveria troca de controle. As ações ON da Gafisa operavam em alta de 0,45% nesta sessão."

"Analistas e investidores apontaram falhas de governança corporativa, com destaque para o fato de, no entendimento da Gafisa, não existir o direito de tag along (direito de receber um percentual sobre o preço pago pelo bloco de controle) para os minoritários de Tenda, já que não haveria troca de controle. No dia do anúncio da operação, os papéis da Tenda subiram 22%, justamente pelo entendimento de que haveria tag along. Após o posicionamento da Gafisa em relação a esse ponto, as ações da Tenda entraram em queda livre."

"Na terça-feira, o diretor financeiro e de Relações com Investidores da Gafisa, Alceu Duílio Calciolari, confirmou essa interpretação e ressaltou que os minoritários da Tenda não têm direito a tag along. Na Bovespa, os papéis da Tenda começaram na terça-feira a devolver os ganhos da sessão do primeiro pregão da semana, quando subiram mais de 22%. "Num primeiro momento, houve compra desses papéis porque todo mundo entendeu que haveria tag along", disse Medina, da M2 Investimentos. "A medida que não há tag along e a CVM não se pronuncia, os investidores querem sair do papel para não perder mais", acrescentou.

O mercado está questionando, do ponto de vista de governança corporativa, a forma como a operação de compra da Tenda pela Gafisa foi desenhada, ainda que tecnicamente a transação esteja correta. Na avaliação de analistas, a forma como a engenharia financeira da operação foi definida pode abrir precedentes para que não ocorra o direito de tag along em futuras aquisições que venham a ser anunciadas. O modo como a mudança do controle da Tenda está sendo tratada é um dos pontos da operação mais questionados pelos especialistas."

"Os analistas reiteram que a empresa "dormiu na sexta-feira com um controlador e acordou na segunda-feira com outro", o que configura mudança de controle. A frase foi citada, inicialmente, por um minoritário na teleconferência da Gafisa e da Tenda com analistas e investidores para explicar a operação. A Tenda vai incorporar a Fit Residencial, empresa de baixa renda da Gafisa, e a Gafisa passará a ter 60% da empresa formada por Tenda e Fit."

"Do ponto de vista técnico, não tem que haver tag along, pois há incorporação da Fit pela Tenda. Mas faltou bom senso em relação ao minoritário, disse um analista, que prefere não ser identificado."

Já com a divulgação do negócio envolvendo a Company e a Brascan, veiculou-se no jornal Valor Econômico de 11/9/2008:

"A aquisição da Company pela Brascan veio para deixar claro aos investidores que o cenário dos negócios mudou bastante. Os elevados prêmios de controle aos quais os investidores brasileiros estavam acostumados praticamente sumiram nas companhias do Novo Mercado. E as pílulas de veneno, cláusulas dos estatutos das companhias que visam dificultar tomadas hostis de controle e que prometiam gordas ofertas em casos de aquisição, até agora não trouxeram nada aos minoritários".

"As transações anunciadas até o momento foram todas de comum acordo entre as administrações das companhias envolvidas. Dessa forma, não houve necessidade de uma oferta hostil – momento em que, efetivamente, os acionistas poderiam obter um prêmio por suas ações. Os modelos societários foram desenvolvidos, justamente, para evitar que essas cláusulas fossem acionadas."

Posições sobre o Tema

A polêmica envolvendo o instituto da incorporação e as ofertas públicas de aquisição de ações rondava a exigência legal para cancelamento de registro de companhias abertas.

Sobre o tema, Francisco Costa e Silva e Carlos Martins Neto se manifestaram pela utilização do instituto da incorporação de ações como forma de burlar a exigência legal de OPA para fechamento de capital.

Ressaltam que, na operação de incorporação de ações em que o controlador não busca, justificadamente, atingir os efeitos típicos do instituto então utilizado (formação de uma subsidiária integral), restará caracterizado o negócio indireto, com o fito de se promover o chamado "fechamento branco de capital".

O tema também é abordado por Nelson Eizirik, afirmando que "a CVM consolidou corretamente o entendimento de que a disciplina do artigo 4º e seus parágrafos, da Lei nº 6404/76, bem como as disposições da Instrução CVM nº 361/2002, referentes aos procedimentos para cancelamento de

registro de companhia aberta, com a exigência da formulação de oferta pública, não se confundem com o instituto da incorporação de todas as ações do capital social de uma companhia ao patrimônio de outra para convertê-la em subsidiária integral, instituto este regulado pelo artigo 252 da Lei das S.A."

Acrescenta, ainda, que, "caso o instituto seja utilizado com a finalidade única de se atingir o fechamento de capital da companhia cujas ações serão incorporadas, a incorporação de ações caracterizará negócio jurídico em fraude à lei."

Sobre o assunto, manifesta-se Modesto Carvalhosa no sentido de que "trata-se, no caso, de negócio expressamente regulado pelo citado art. 252, o qual estabelece os requisitos e os procedimentos necessários para sua efetivação.

Note-se que, dentre os requisitos prévios à operação não há, na lei societária, qualquer menção à realização de uma prévia oferta pública aos acionistas da sociedade cujas ações serão incorporadas, como condição de eficácia desse negócio jurídico".

Já Carlos Augusto Junqueira ao tratar da incorporação, em 2004, indicava que, "isoladamente, é pouco usada nas operações de transferência de controle acionário. As estruturas de controle no Brasil, sendo muito concentradas, tornam a realização dessa operação mais freqüente na vida interna dos grupos societários submetidos ao mesmo comando". De fato, nos oito casos apresentados, não se trata da temática ora em análise.

Na seqüência, aborda a chamada aquisição originária de controle. Nesse ponto, salienta uma diferenciação entre a aquisição originária, que não exigiria a realização de oferta pública de extensão aos minoritários, e a formação de um novo bloco controlador, que poderia, ou não, exigir a aplicação do preceito constante do art. 254-A da Lei nº 6404/76.

No que tange à aquisição originária, afirma que "não há um detentor do bloco de controle que esteja a transferi-lo. As ações votantes encontram-se pulverizadas no mercado e o ofertante, ao lançar sua proposta de compra, corre o risco do insucesso. Em uma palavra, ele não compra o bloco de controle. Ele forma esse bloco. Em vez de adquirir o poder de comandar a companhia, ele constitui tal poder."

Citando Alfredo Lamy, acrescenta que "a subscrição de aumento de capital também pode dar origem à aquisição originária do bloco de controle".

No entanto, se a aquisição do controle for resultante de modificação em acordo de acionistas já existente, não deve ser considerada,

incondicionalmente, como forma originária de aquisição do bloco de controle, uma vez que este já estava formado. A caracterização da operação, segundo Carlos Augusto, dependeria das peculiaridades de cada caso para fins da efetivação, ou não, da oferta pública.

Sobre a questão acima suscitada, afirma que "o surgimento de um novo controlador não se dará, nesse caso, à revelia dos antigos majoritários: eles terão participado da operação, alienando parte de suas ações, ou terão permitido a criação de condições que possibilitaram, posteriormente, a sua própria substituição, total ou parcial, no comando da companhia aberta. De uma forma ou de outra, terão aberto espaço para que essa mudança aconteça.

(...)

Essa análise determinará a necessidade, ou não, de efetuar oferta pública de compra das ações pertencentes aos minoritários, conforme seja apurada a efetiva assunção do poder de comando por terceiros, mediante pagamento ou atribuição de outras espécies de vantagens àqueles, ou a parcela daqueles, que detinham aquele poder."

Precedentes Úteis

1. Processo de Reorganização Societária Empreendida pela Serrana S.A. – Incorporação das Ações da Bunge Fertilizantes e da Bunge Alimentos – Processo RJ-2001-11663

O Colegiado acompanhou o voto do então Diretor Luiz Antonio Sampaio, de que "a CVM estaria exorbitando de seus poderes se exigisse a realização de ofertas públicas ou outros procedimentos adicionais que não fossem essencialmente informacionais, uma vez que a Lei nº 6.404/76, após a reforma da Lei 10.303/01, conferiu tratamento específico para o caso, não exigiu a realização prévia de oferta pública e tampouco delegou poderes à CVM para que o fizesse nessas situações."

2. Apreciação da Hipótese de Não-Obrigatoriedade da Realização de OPA – RFS Holdings B.V. – Processo RJ-2007-14099

O presente processo teve por objeto pedido apresentado por RFS Holding B.V., de não-realização de OPA em decorrência do processo de aquisição do controle acionário do ABN Amro Holding N.V., companhia com sede na Holanda que detinha o controle indireto de duas companhias abertas brasileiras: ABN Amro Arrendamento Mercantil S.A. e Real Leasing S.A. Arrendamento Mercantil.

O pedido foi fundamentado no fato de que a referida operação de aquisição do controle do ABN Holding, por se tratar de aquisição originária de controle, não se enquadra na hipótese legal de obrigatoriedade de realização de OPA prevista no art. 254-A da LSA.

A SRE manifestou-se no sentido de que, no caso, a realização da OPA por alienação de controle prevista no art. 254-A seria obrigatória. A principal consideração da SRE foi a de que, a partir do momento em que o sucesso da oferta pública de aquisição do controle do ABN Holding foi condicionado à aceitação dos acionistas detentores de 50,01% das ações, restaria caracterizada efetiva negociação de preço entre os acionistas, através dos administradores da companhia, configurando-se o exercício do poder de controle da companhia e, conseqüentemente, a formação de um bloco de controle. Sob esse ponto de vista, a referida operação estaria revestida do caráter de transferência onerosa do poder de controle, fazendo incidir, portanto, o art. 254-A da LSA.

O Relator entendeu, no entanto, que a citada negociação não seria suficiente para caracterizar a operação como uma alienação de controle e que, mesmo que tivesse havido efetiva negociação de preço pela administração, restaria intacta a configuração de aquisição originária de controle.

Assim, o Colegiado deliberou pela confirmação do entendimento do RFS Holding B.V. no sentido da não-exigibilidade da realização de OPA no caso concreto.

A referida decisão baseou-se no caso da aquisição de controle da Arcelor S.A., na Europa, ensejadora de OPA, em virtude de cláusula estatutária, em Arcelor Brasil S.A., mas não em Acesita S.A.

À época, as áreas técnicas desta CVM decidiram 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. Assim, apenas os acionistas de Arcelor Brasil S.A seriam contemplados com uma oferta, haja vista a existência de cláusula estatutária sobre o tema.

3. Recurso contra Decisão da SRE – Incidência de Possível Segunda Oferta Pública de Aquisição de Ações de Emissão de Suzano Petroquímica - Processo RJ-2008-4156

Tratava-se de recurso interposto contra entendimento manifestado pela SRE de que haveria incidência do art. 254-A (e, portanto, necessidade de formular

OPA por alienação de controle) em virtude de consolidação de ativos entre Petrobras e Unipar em que, após operação de incorporação, a Unipar passou a ser controladora indireta da Suzano Petroquímica S.A., sendo que, antes da dita incorporação, o mencionado controle era detido pela Petrobras.

O Colegiado deliberou, por maioria, vencido o Diretor Relator Sergio Weguelin, acolher o recurso apresentado, por entender que, no caso em análise, não houve alienação de controle de companhia aberta, conforme conceito previsto no § 1º do art. 254-A da Lei nº 6404/76, nos termos do voto do Diretor Marcos Pinto, cujos trechos encontram-se abaixo transcritos:

"2.1 Ninguém tem dúvidas, acredito eu, que a incorporação de uma companhia não equivale a uma alienação de controle. A Lei nº 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.

2.3 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.

(...)

2.7 Portanto, nossa análise deve concentrar-se no próprio art. 254-A (...)

(...)

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.

(...)

2.17 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.

(...)

2.20 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."

Nossas Considerações

Preliminarmente, tendo em vista o foco desta Comissão na proteção ao investidor, deve-se investigar os motivos que levaram o mercado a esperar um eventual anúncio de realização de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle nas reorganizações societárias divulgadas recentemente.

Assim, tomando por base as declarações veiculadas nos jornais, pode-se vislumbrar que os itens a seguir seriam a linha de pensamento dos que aventaram a realização da oferta pública:

- i. houve, de fato, uma mudança de controle das companhias;
- ii. a Lei das Sociedades por Ações regula a alienação de controle de companhia aberta e, demais disso, os estatutos sociais exigem as ofertas públicas onde a Lei não o faz, no que tange às aquisições originárias;
- iii. ao se utilizar o instituto da incorporação, seja de ações ou de companhia, com o real objetivo de alienar o controle da companhia, as finalidades deveriam ser respeitadas, gerando conseqüências idênticas,

- qual seja, a formulação de oferta aos minoritários da companhia adquirida; e
- iv. houve uma verdadeira negociação com o antigo controlador das companhias e, por conseguinte, ninguém daria, sem contrapartida financeira, o controle societário de uma companhia aberta.

Analisando-se com maior nível de detalhamento os pontos acima, pode-se chegar a uma conclusão distinta daquela aventada num primeiro momento.

Não se discute a alteração no controle acionário das companhias, mas é sabido que nem toda troca de controle enseja a obrigatoriedade de realização da OPA prevista no art. 254-A da Lei nº 6404/76. Alguns requisitos devem ser observados, em especial, o de transferência ou cessão onerosa, seja de ações, seja de valores mobiliários, seja de direitos de subscrição, ou de outros títulos, citado no voto do Diretor Marcos Pinto no precedente da Suzano Petroquímica.

Ademais, nos casos de aquisição originária de controle, citado no precedente de RFS Holdings e por Carlos Augusto, há troca de controle, sem gerar, no Brasil, obrigatoriedade de realização de oferta pública aos acionistas em circulação da companhia adquirida.

No caso em tela, a despeito da diluição sofrida, não houve transferência de valores mobiliários dos antigos para os novos controladores.

No que tange aos estatutos sociais das companhias, com suas cláusulas de proteção à dispersão acionária e ao controle difuso, ainda que não seja o caso das companhias envolvidas, expressamente excluem da obrigatoriedade de realizar OPA quando se trata de operação de incorporação, ou mesmo de subscrição em emissão primária de ações.

Vale ressaltar que os estatutos tentam instituir o modelo europeu, de necessidade de realização de OPA, mesmo em aquisições originárias de controle, considerando tão-somente a transposição de determinado percentual do capital da companhia para disparar a oferta.

Nesse tocante, cabe ainda salientar que as legislações dos países europeus tratam de casos de dispensa de realização da referida OPA obrigatória, em casos de fusões de companhias, desde que respeitados determinados requisitos.

Por exemplo, em Portugal, é necessário que a deliberação dos acionistas da sociedade incorporada diga expressamente que a fusão implicaria o dever de lançamento da oferta, benefício de que os acionistas prescindem.

Na Espanha, também se exige que o acionista controlador não participe nas deliberações, para evitar o conflito de interesses.

Na França, a oferta pública de aquisição também pode ser dispensada, mediante provocação e autorização da CVM francesa, na hipótese de incorporação, desde que a operação seja aprovada em assembleia geral.

No Reino Unido, caso o percentual de 30% seja excedido por meio do chamado *schemes of arrangement*, a oferta pública seria dispensada.

E, no contexto brasileiro, nesse tocante, é importante ressaltar o citado no voto do Diretor Marcos Pinto, "Ninguém tem dúvidas, acredito eu, que a incorporação de uma companhia não equivale a uma alienação de controle. A Lei nº 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."

Assim, a lei institui ambas operações, não cabendo a esta CVM definir que uma operação deságua necessariamente na outra. Nas palavras do então Diretor Luiz Antonio: "a CVM estaria exorbitando de seus poderes se exigisse a realização de ofertas públicas ou outros procedimentos adicionais que não fossem essencialmente informacionais, uma vez que a Lei nº 6.404/76, após a reforma da Lei 10.303/01, conferiu tratamento específico para o caso, não exigiu a realização prévia de oferta pública e tampouco delegou poderes à CVM para que o fizesse nessas situações."

Mas, e a utilização do instituto da incorporação com o objetivo diverso da "otimização estratégica", com o real intuito de mudar o controle da companhia, isentando o novo controlador da obrigação de realizar a OPA?

Como já amplamente citado acima, a interpretação de distinção entre os institutos de alienação de controle e de incorporação não afasta o regime da fraude à lei, previsto no art. 166, VI, do Código Civil e aplicável a todos os negócios jurídicos.

Assim, tendo em vista a ausência de transferência de valores mobiliários entre os antigos e novos controladores da companhia, partiríamos do pressuposto da não-obrigatoriedade de realização de OPA, uma vez que a utilização do instituto da incorporação, definido na lei societária, gerou a aquisição originária de controle das companhias envolvidas.

Ao que parece, os próprios analistas indicaram que o questionamento seria do ponto de vista de governança corporativa, ainda que tecnicamente a transação estivesse correta. Buscavam os investidores um mecanismo de saída por meio das ofertas públicas, uma vez que se imaginavam blindados com as *poison pills*.

Nesse ponto, é importante ressaltar que as cláusulas continuam válidas, mas as referidas companhias não foram objeto de tomadas hostis de controle.

Nos casos específicos de Tenda e Company, tais cláusulas somente serão eficazes no momento em que se configure o chamado controle difuso das companhias e, ainda assim, as operações de incorporações, seja de companhia ou de ações, são exceções ao gatilho para a realização de OPA, expressas no próprio estatuto.

Já no caso de Datasul, tendo sido aprovada a incorporação de suas ações pela Makira e, subsequente migração da base acionária para a Totvs, tornando a Datasul subsidiária integral da Totvs, não há que se falar em oferta pública, por ausência de destinatários, já que todos passam a compor a base acionária da controladora, por deliberação assemblear.

Restou ainda aos investidores a dúvida sobre se houve tratamento igualitário, veiculado pelos fatos relevantes, ou seja, sendo majoritário ou minoritário, se realmente todos foram diluídos na mesma proporção e ao mesmo valor das ações.

Em linha com o entendimento de Carlos Augusto de que a formação de novo bloco de controle deve ser analisada, com cautela, não se deve admitir de plano a tese de aquisição originária, uma vez que o antigo acionista controlador cria condições para permitir a tomada de controle do novo bloco.

Assim, analisando as informações públicas sobre as referidas reorganizações societárias, não se vislumbra, até o momento, eventuais vantagens adicionais aos antigos controladores que justificassem a visão de que esteja ocorrendo a fraude à lei societária ou às regras estatutárias, cabendo novas reflexões de acordo com eventuais informações futuras, passível de investigação.

É importante salientar que os casos apresentados envolviam, de ambos os lados, companhias abertas. Desse modo, como reagiria o mercado e os investidores da companhia que, tendo um caminho da incorporação previsto em lei e razoável estrategicamente, optasse pelo caminho mais oneroso de aquisição do controle de outra companhia aberta, com necessidade de formulação de oferta pública aos minoritários, a preços de 130% da cotação em mercado, por exemplo?

-

Conclusão

Em face do todo acima exposto, propomos o arquivamento do presente Processo, uma vez que as reorganizações societárias divulgadas não ensejam a

obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle de companhia aberta, por não se enquadrarem no que preceitua o art. 254-A da Lei nº 6404/76.

Finalmente, sugerimos o envio de cópia do presente Memorando para a SEP, com cópia para os membros do Colegiado desta Autarquia, de modo a dar conhecimento do entendimento desta área técnica sobre o tema.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

Flavia Mouta Fernandes

Gerente de Registros 1

De acordo,

(Original assinado por)

Felipe Claret da Mota

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários