

Principais áreas de atuação:

Societário e mercado de capitais

Restructuring and Finance

Real Estate M&A

Executive Compensation and Benefits

Direito Empresarial Externo

## TRANSFERÊNCIA DE CONTROLE SOCIETÁRIO NAS COMPANHIAS ABERTAS

# TRANSFERÊNCIA DE CONTROLE SOCIETÁRIO NAS COMPANHIAS ABERTAS

## 1. O controle societário

O controle societário é um bem em si, de que se apropria uma pessoa (natural ou jurídica) ou um grupo de pessoas (vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum), e que assegura, de modo permanente (duradouro e estável), a maioria de votos nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.<sup>1</sup>

O controle societário é um poder manifesto, que se exerce, portanto, efetivamente, para o fim de dirigir as atividades sociais e para orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

É um bem econômico, com valor e utilidade, que decorre da titularidade e do exercício de direitos de sócio expressos na ação, em especial no direito de votar nas assembleias gerais da companhia, que deliberam sob o princípio majoritário (um voto por ação ordinária com direito de voto).

O controle societário normalmente se identifica pela titularidade da maioria das ações votantes de emissão da companhia, mas já se reconhece um controle minoritário (com a detenção de participação inferior à maioria), em vista da ampla dispersão acionária, do absenteísmo e do emprego de técnicas de estabilização do controle minoritário.

A apropriação do controle societário é originária, quando o controlador não o adquire de um titular antecedente, ou derivada, quando há efetiva transferência de controle.

## 2. A transferência de controle societário

A transferência de controle decorre do contrato por meio do qual uma parte aliena e a outra adquire dada quantidade de participações societárias que, direta ou indiretamente, atribuem o poder de controle societário.

A transferência de controle societário por meio de técnicas não contratuais é controvertida, como veremos no item 5.1 abaixo, que trata do Parecer de Orientação CVM nº 34/06.

<sup>1</sup>Este é o conceito que se deduz do artigo 116 da Lei 6.404/76, e que discrepa ligeiramente - em vista da ausência do elemento efetividade - daquele expresso no artigo 243, parágrafo 2º da LSA.

### 3. As peculiaridades da transferência de controle societário no âmbito das companhias abertas

A norma do artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 (“LSA”) condiciona a eficácia da aquisição derivada de controle societário das companhias abertas (e, portanto, a sua transferência), à realização, pelo adquirente, de uma oferta pública de aquisição das ações votantes dos acionistas remanescentes (“OPA de aquisição de controle”), por um preço igual ou superior a 80% do preço devido pelas ações de controle (i.e., ações com direito de voto pertencentes ao controlador, integrantes do bloco de controle ou vinculadas a acordos de voto).

Trata-se de uma técnica regulatória, que pretende conferir liquidez às ações votantes dos minoritários, sem submetê-las ao preço de mercado sob o impacto (eventualmente negativo) da notícia da transferência de controle. A medida foi repetida e mesmo reforçada pelo regulador privado, pelo que o artigo 8.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado contém regra semelhante, mas que impõe uma OPA de aquisição de controle pelo mesmo preço pago pelas ações de controle.

### 4. Um pouco mais sobre a disciplina jurídica da transferência de controle nas companhias abertas

O texto original do artigo 254 da LSA, que previa uma oferta pública na hipótese de transferência de controle, foi revogado em 1997. A OPA de aquisição de controle se tornaria novamente obrigatória com a reforma promovida pela Lei nº 10.303/2001, que instituiu o artigo 254-A.

A ausência de um direito ao tag along, de 1997 a 2001, serviu os interesses do Estado, que, nesse período, em meio a um intenso processo de privatização, não desejava que custos decorrentes da OPA de aquisição de controle se tornassem um obstáculo, ou mesmo uma causa de mitigação dos seus ganhos em favor de grupos minoritários.

#### 4.1 O que determina o dever de realizar uma OPA de aquisição de controle?

A OPA a que se refere o artigo 254-A é um dever do adquirente, cujo cumprimento é indispensável para que a transferência de controle societário, que já foi pactuada, produza efeitos. Esse dever decorre de atos, praticados pelo alienante e pelo adquirente, que caracterizem o dever de transferir<sup>2</sup> (e o correspondente direito de exigir a transferência), de forma direta ou indireta: (i) ações integrantes do bloco de controle; (ii) ações vinculadas a acordos de acionistas; (iii) valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto; ou (iv) direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, que venham a resultar na aquisição de controle acionário da companhia.

#### 4.2 A autorização da CVM e os seus fundamentos

A transferência de controle ganha efeitos mediante autorização da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), fundada na realização da OPA, pelo preço previsto no artigo 254-A, e na forma determinada pela Instrução CVM nº 361/2002 (“ICVM nº 361/02”).

#### 4.3 O prêmio de permanência: uma opção menos custosa para o adquirente

A OPA de transferência de controle poderá expressar, além da oferta à aquisição das ações dos minoritários, uma proposta concorrente, pela qual o adquirente se obriga a pagar aos acionistas minoritários, que não aceitarem a oferta de aquisição de suas ações, a diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. O sucesso dessa oferta concorrente depende, por certo, da avaliação geral acerca das perspectivas do exercício do controle pelo adquirente e de suas repercussões para a companhia e para os acionistas.

#### 4.4 O artigo 8.1 do Regulamento do Novo Mercado

O Regulamento de Listagem do Novo Mercado, cuja versão original (de 2000) antecede a Lei nº 10.303/2001, impõe tratamento ainda mais favorável aos minoritários, para determinar aos adquirentes de controle das companhias listadas naquele segmento o dever de realizar OPA que assegure aos minoritários um tratamento igualitário àqule dado ao alienante do controle. Essa previsão se encontra também no Regulamento de Listagem do Nível 2.

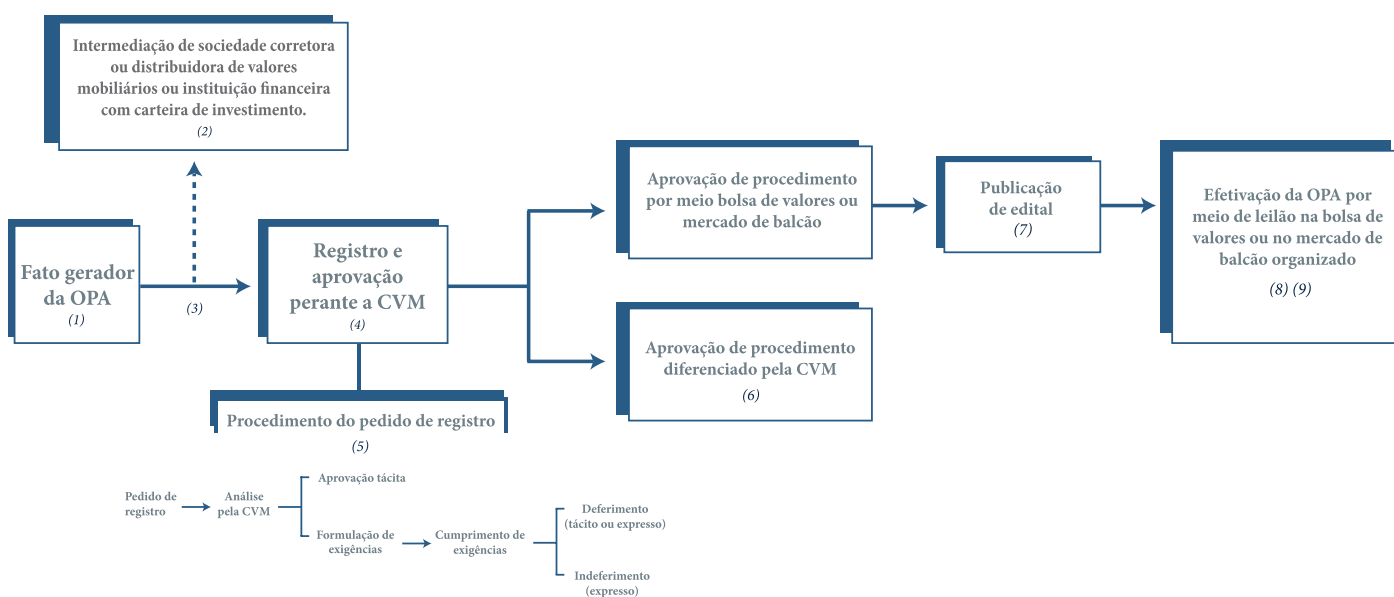
<sup>2</sup>Não há, nesse momento, propriamente uma transferência, cuja eficácia está suspensa até a realização da OPA de transferência de controle.

## 4.5 Os deveres adicionais do adquirente-acionista

Note-se que o Regulamento do Novo Mercado identifica dois tipos de adquirentes de controle, aquele que já era acionista (“adquirente-acionista”) e o que ainda não era acionista da companhia (“adquirente-não acionista”). O regulamento impõe ao adquirente acionista o dever adicional de pagar, àqueles acionistas de que tenha comprado ações em bolsa nos 6 meses anteriores à referida aquisição de controle, a diferença entre o valor pago ao alienante do controle e o valor pago em bolsa, por ações da companhia, devidamente atualizado.

## 4.6 Os procedimentos da OPA de aquisição de controle

O quadro e as notas abaixo descrevem simplificada e os principais procedimentos da OPA de aquisição de controle, como disciplinada pela ICVM nº 361/02:



(1) Fato gerador da OPA: Considera-se fato gerador da OPA de alienação de controle aquela apropriação derivada do controle societário, nos termos aqui estabelecidos. O pedido de registro de OPA por alienação de controle será apresentado à CVM em até 30 dias contados da celebração do ato de alienação das ações de controle.

(2) Intermediação: A OPA deve ser intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento. A instituição intermediadora deverá ser contratada pelo ofertante antes mesmo da apresentação do pedido de registro à CVM.

(3) Laudo de avaliação e registro perante a bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado: São requisitos para o registro e aprovação da OPA de alienação de controle pela CVM: (a) a realização de um laudo de avaliação da companhia, que instruirá o pedido de registro da OPA apenas na hipótese de alienação indireta do controle acionário, quando a CVM assim determinar; e (b) obtenção de registro da OPA perante a bolsa de valores ou o mercado de balcão organizado, salvo se a CVM autorizar que a OPA seja realizada em outro ambiente negocial.

(4) Conforme o artigo 2º, inciso III da ICVM nº 361/02.

(5) Exigências e aprovação pela CVM: A CVM, em uma única ocasião, poderá formular exigências ao pedido de registro do ofertante, que, por sua vez, terá um prazo não superior a 60 dias para adequar seu pedido às exigências formuladas, sob pena de indeferimento do pedido. Se não houver manifestação da CVM, presume-se deferido o pedido.

(6) Procedimento diferenciado: Situações excepcionais que justifiquem a adoção de procedimento diferenciado serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, podendo modelar as formalidades da OPA, incluindo, mas não se limitando, à divulgação de informações ao público.

(7) Publicação: Em 10 dias contados da obtenção do registro perante a CVM, o instrumento em que se expressa a OPA deverá ser publicado, sob a forma de edital, nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia. Tais informações serão levadas a conhecimento do mercado pelo diretor de relações com investidores e disponibilizadas no site da CVM.

(8) Efetivação da OPA: A OPA será efetivada em leilão realizado na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que sejam negociadas as ações companhia, de acordo com procedimento estabelecido no artigo 12 da ICVM nº 361/02.

(9) Prêmio de permanência aos minoritários: O prêmio de permanência é faculdade que poderá ser exercida pelos acionistas minoritários no leilão da OPA.

## 5. Questões controvertidas sobre o regimento da transferência de controle das companhias abertas

Há ainda questões bastante controvertidas sobre a disciplina da transferência de controle das companhias abertas, o mais das vezes relacionadas ao dever de realizar a OPA: (i) nos casos de transferência de controle por meio de operação societária (incorporação); (ii) quando se caracterizar uma transferência de controle minoritário; (iii) quando um membro do bloco de controle aliena, no todo ou em parte, suas ações a outro membro do bloco de controle (“transferências interbloco”); e (iv) quando um membro do bloco de controle aliena suas ações a terceiros (“transferências extrabloco”).

### 5.1 A transferência de controle por meio de técnicas não contratuais: o caso DURATEX-SATIPEL e o Parecer de Orientação CVM n.º 34/06

É certo que a incorporação, tipo de operação societária disciplinada pelos artigos 220 e seguintes da LSA, na modalidade de incorporação reversa (em que uma companhia de valor maior é incorporada por outra de valor menor), é capaz de determinar efeitos equivalentes ao da transferência de controle.

Isso se dá porque, na determinação da relação de troca das ações da incorporadora pelo patrimônio da incorporada, o controlador da incorporada (que deixará de existir) poderá se tornar controlador da incorporadora. A questão é tratada pelo Parecer de Orientação CVM n.º 34/06 (“Parecer de Orientação 34” ou “Parecer”).

O Parecer de Orientação 34, que fundamenta a decisão da CVM no caso DURATEX-SATIPEL, propõe, em suma, sob o fundamento da norma do artigo 115, §1º da LSA, que o controlador não delibere para determinar as relações de substituição desiguais e a ele favoráveis a título de prêmio de controle. O Parecer, contudo, não reconhece a possibilidade de transferência de controle no contexto de uma incorporação reversa e, portanto, a incidência da norma do artigo 254-A, reiterando anterior deliberação do colegiado da CVM (conforme Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/4156, julgado em 17 de junho de 2008).<sup>3</sup>

<sup>3</sup>Observe-se, nesse sentido, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/5811, relativo à incorporação da DURATEX S.A. pela SATIPEL INDUSTRIAL S.A., parte do voto do conselheiro Marcos Barbosa Pinto: “[...] Para justificar a relação de troca proposta, a Duratex busca apoio no artigo 254-A da Lei nº 6.404, de 1976. Na leitura da companhia, esse artigo reconhece que os controladores têm direito a um prêmio de 25% em relação aos acionistas minoritários. Nada mais natural – argumenta – do que prever esse prêmio numa incorporação. 4.2 Este argumento comete dois equívocos graves, um de natureza formal, outro substancial. O equívoco formal consiste em equiparar a incorporação a uma alienação de controle, hipótese já afastada por este colegiado. A incorporação não é uma alienação de controle e, salvo nos casos de fraude à lei, não dá ensejo à oferta prevista no artigo 254-A.”

## 5.2 A transferência de controle minoritário e as transferências de participação acionária inter e extrabloco

A disciplina do controle minoritário foi tratada pela CVM no Caso TIM (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/1956). Já o regramento aplicado à transferência de participação acionária interbloco, sobre a qual parece prevalecer o entendimento de que caracteriza mero “reforço” e não transferência de controle, inspira-se na decisão do Caso COPESUL, que dá respaldo à decisão – ainda não definitiva – no Caso USIMINAS, onde se investiga a aquisição de controle em razão de uma transferência de participação acionária extrabloco.

Veja abaixo, o quadro que explica e compara cada um desses casos:

	COPESUL Companhia Petroquímica do Sul	TIM TIM Participações S.A.	USIMINAS Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.
Nº do Processo Administrativo	RJ 2007/7230	RJ 2009/1956	RJ 2011/13706
Resumo dos fatos da operação	A Copesul era controlada pela Braskem e pela Ipiranga, cada qual detentora de 29,46% do capital votante, compartilhando o controle, por meio de acordo de voto. Braskem adquiriu a título oneroso a participação da Ipiranga. O caso discute a incidência de artigo 254-A da LSA.	A sociedade italiana Olimpia S.p.A. exercia, através de participação societária de 17,99%, o controle minoritário da Telecom Italia S.p.A. Essa, por sua vez, detinha o controle indireto da TIM Participações. Em 2007, uma série de operações societárias realizadas na Itália culminaram com a Incorporação da Olimpia S.p.A pela Telco S.p.A. Aventam, minoritários da TIM, a ocorrência de alienação indireta do controle da TIM, e, por isso, pleiteiam a realização de OPA, na forma do artigo 254-A da LSA.	O bloco de controle da USIMINAS era composto pelo Grupo Nippon (27,76%), Grupo V/C (25,97%) e por CEU (10,13%), os quais compartilhavam o controle por meio de acordo de acionistas. Uma sociedade do Grupo Nippon adquiriu a participação de 1,69% em ações ordinárias da CEU. O Grupo T/T, que não era acionista da USIMINAS, adquiriu a totalidade das ações da V/C, bem como 1,69% de participação da CEU. Assim, Grupo Nippon (29,45%), Grupo T/T (27,66%) e CEU (6,75%) assinaram novo acordo de acionistas, revogando as disposições do anterior, mas mantendo os mesmos princípios e mecanismos de governança.
Realização de OPA	Não	Não	Não (pendente de análise pelo Colegiado)
Racionalidade da decisão	As transferências interbloco não implicam em alienação, mas “reforço” ou “consolidação de controle”.	Decidiu-se pela maioria dos votos do colegiado da CVM que a lei aplicável seria a brasileira, e não a italiana, em virtude da questão cingir-se à companhia brasileira. No tocante à OPA, decidiu-se de modo divergente por sua não obrigatoriedade, porque: (a) inexistiam elementos capazes de demonstrar com segurança o controle de Olimpia S.p.A. sobre a Telecom Italia S.p.A.; (b) o artigo 254-A da LSA trata apenas de transferência de controle majoritário. <sup>4</sup>	A transferência de participação extrabloco não implica alienação de controle se o adquirente (de fora do bloco) não passou a ostentar isoladamente, com a compra de ações do bloco de controle, o poder de controle societário.

<sup>4</sup>Os diretores Eliseu Martins e Marcos Pinto, ao interpretarem o artigo 254-A da LSA, votaram pela obrigatoriedade de realização de OPA em virtude de alienação de controle.

## 6. A transferência de controle e a disciplina do fato relevante: os cuidados com insider trading

O artigo 2º da Instrução CVM nº 358/02 considera “Fatos Relevantes” quaisquer fatos que possam interferir significativamente no valor de cotação dos papéis de companhia aberta ou na decisão dos investidores de negociá-los. A transferência de controle é exemplo típico de Fato Relevante<sup>5</sup>. Os atos tendentes a uma transferência de controle também poderão ser Fatos Relevantes, em vista de sua capacidade de afetar a apreciação dos papéis da companhia pelo mercado.

Isso impõe às partes de um negócio (ou mesmo de uma negociação) de compra e venda de controle societário, assim como àquelas pessoas que, por gravitar no entorno das partes, tenham ciência desses fatos, o dever de sigilo e também que se abstenham de negociar papéis de emissão da companhia enquanto a informação relativa a tais fatos não se tornar pública.

O artigo 13º da Instrução CVM nº 358/02 veda a negociação de papéis da Companhia por todos aqueles que tenham ciência de um Fato Relevante enquanto não for divulgado ao público. O ilícito vedado por essa regra é o chamado insider trading, ou seja, a negociação de papéis por aquele que possui informações internas privilegiadas.

Esse ilícito se pune, o mais das vezes, com multa, que pode chegar a até três vezes o valor do benefício econômico auferido, ou do prejuízo evitado, com as negociações.

Nos últimos anos, observa-se um padrão de aumento no rigor da punição do insider trading pela CVM, especialmente em relação à avaliação das provas e na determinação dos elementos caracterizadores do ilícito.

Precedentes mais antigos exibiam o entendimento de que a prova de intenção de obter vantagens com as informações privilegiadas era indispensável para a condenação do insider. Embora essa intenção fosse presumida pela realização toda a vez que o insider negociasse papéis da companhia, ainda assim lhe seria dado provar que a informação privilegiada fora irrelevante para o seu juízo negocial, ou seja, que havia realizado o negócio por outros motivos, alheios à informação sigilosa que detinha.<sup>6</sup>

Essa tendência se reverte em precedentes mais recentes, nos quais, vale notar, a CVM divide os insiders em grupos, contra os quais impõe diferentes tratamentos, para os fins de se determinar se praticaram o ilícito de *insider trading*<sup>7</sup>. O quadro abaixo resume o posicionamento da CVM em relação a cada um desses grupos:

Grupo	Regra Aplicável
1º grupo: Acionista controlador e administradores da companhia.	Há uma presunção absoluta de que, ao negociarem valores de emissão da companhia, tinham ciência das informações privilegiadas e sabiam de seu caráter confidencial. Há, portanto, para o primeiro grupo, uma vedação absoluta e objetiva de negociação com papéis da companhia enquanto o Fato Relevante não for divulgado ao público.
2º grupo: Demais integrantes da companhia que não sejam o acionista controlador, nem seus administradores.	Há uma presunção relativa de que os integrantes do segundo grupo têm ciência da informação privilegiada e sabem do seu caráter sigiloso. Essa presunção, contudo, comporta prova em contrário.
3º grupo: Pessoas que mantêm relação profissional, comercial ou fiduciária com a companhia.	Não há contra os membros do terceiro grupo qualquer presunção de que tenham ciência da informação privilegiada. Uma vez, contudo, que a CVM prove que os acusados do terceiro grupo tinham ciência das informações privilegiadas, presume-se que conheciam o caráter sigiloso e privilegiado dessas informações e que sabiam que não poderiam negociar os papéis da companhia antes dessas informações serem divulgadas ao público.
4º grupo: Todos os demais investidores no mercado de capitais	Contra os membros do quarto grupo, não pende qualquer presunção. É da CVM o ônus de provar que acusados pertencentes ao quarto grupo tinham ciência de informação privilegiada e de seu caráter sigiloso ao negociarem papéis da companhia.

<sup>5</sup>Cf. artigo 2º, parágrafo único, II da Instrução CVM nº 358/02 da CVM.

<sup>6</sup>Exemplo emblemático dessa posição é o expresso na decisão no processo sancionador nº 04/04.

<sup>7</sup>Toma-se, nesse sentido, a decisão no processo sancionador nº 155/05.

## EDITORIAL

Walfrido Jorge Warde Jr  
Pedro Henrique A. Benradt  
Lucas Akel Filgueiras

## LEHMANN, WARDE & MONTEIRO DE CASTRO ADVOGADOS

Rua José Maria Lisboa, 1342  
CEP 01423-002 - Jardins - São Paulo - SP  
Telefone: 55 11 3065 8207  
Fax: 55 11 5594 8207  
contato@lwmc.com.br  
www.lwmc.com.br

## 7. Conclusões

A disciplina da transferência de controle societário de companhia aberta é fundamental à atração, para o mercado acionário, de minorias qualificadas e mesmo de pequenos investidores, motivados pelo tratamento favorável aqui descrito. Esse privilégio causa, contudo, efeitos colaterais, a exemplo de uma importante iliquidez das ações de controle, que não se deve mitigar por meio de mecanismos de escape, mas sim de políticas públicas claras. A opacidade das regras do jogo e a sua interpretação ao sabor das conveniências não farão bem ao nosso mercado acionário. Não faltam, infelizmente, dúvidas e mesmo debates sobre tratamento, ainda instável, da transferência de controle minoritário e da transferência de participações do bloco de controle (sobretudo as transferências extrabloco). Este encarte procurou abordar de forma simplificada, mas elucidativa, todas essas questões.

LEHMANN, WARDE & MONTEIRO DE CASTRO

A d v o g a d o s