



Mercado de Capitais

CVM se pronuncia sobre a incidência de OPA em caso de Alienação de Controle de Fato

Edição Extraordinária

Autores

- Carlos Alexandre Lobo
- Felipe Tavares Boechem
- João Pedro Lemos

Sócio e Associados da Área Empresarial de Pinheiro Neto Advogados

A evolução recente do mercado de capitais brasileiro tem trazido uma série de novas questões, muitas delas ainda sem uma definição clara. Uma dessas questões ganhou novos contornos após a reunião do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) ocorrida no último dia 15 de julho. Naquela ocasião, o Colegiado da CVM, após intensos debates, concluiu a análise do Processo CVM RJ2009/1956 e decidiu, por maioria, que a Telco S.p.A. (“Telco”) não está obrigada a realizar oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) de emissão da TIM Participações S.A. (“TIM Participações”), em decorrência da aquisição da Olimpia S.p.A. (“Olimpia”), que alegadamente exercia o controle indireto da TIM Participações.

O que estava em discussão era a interpretação do artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 (“LSA”), que determina, em caso de alienação de controle de companhia aberta, a obrigação do adquirente realizar oferta pública de aquisição das demais ações com direito a voto em circulação, de modo a assegurar aos acionistas minoritários um preço, no mínimo, igual a 80% do valor pago pelas ações do bloco de controle (mecanismo que ficou conhecido como “Tag Along”).

A novidade desse caso é que a CVM analisou, pela primeira vez, a eventual possibilidade de aplicação do artigo 254-A da LSA na hipótese de alienação de controle exercido com participação inferior à maioria absoluta do capital votante (denominado “Controle de Fato” ou “Controle Minoritário”).

Em todas as oportunidades anteriores em que a CVM se pronunciou sobre a interpretação do artigo 254-A da LSA, os membros do Colegiado sempre mantiveram a posição de que esse artigo só se aplicaria no caso de alienação de uma participação superior a

© 2009. Direitos autorais reservados a Pinheiro Neto Advogados.

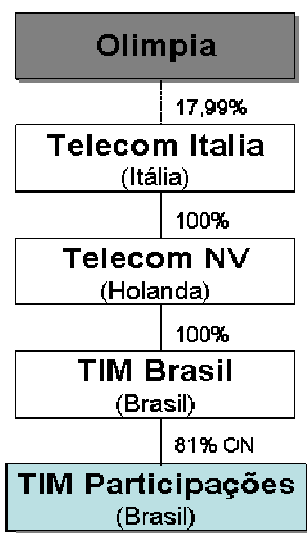


CVM se pronuncia sobre a incidência de OPA em caso de Alienação de Controle de Fato

Edição Extraordinária

50% do capital votante (o chamado “Controle de Direito” ou “Controle de Majoritário”)¹. Como veremos a seguir, pela primeira vez, membros do Colegiado assumiram uma posição diversa sobre essa matéria.

Para auxiliar o entendimento do caso, descrevemos abaixo a estrutura societária da TIM Participações, companhia aberta com sede no Brasil, antes da realização da operação discutida no âmbito do processo em questão.



A discussão teve origem a partir de uma série de operações ocorridas ao longo de 2007, que resultaram na aquisição pela Telco de 100% do capital da Olimpia. Diante dessa operação, alguns acionistas minoritários da TIM Participações alegaram que: (i) a Olimpia exercia o controle de fato da Telecom Italia, por meio de participação acionária correspondente a 17,99% do capital votante, na medida em que vinha elegendo a maioria dos seus administradores e detendo a maioria dos votos presentes nas assembleias gerais da Telecom Italia; e (ii) a venda da Olimpia para a Telco teria resultado na transferência indireta do controle da TIM Participações, o que exigiria a realização de OPA por alienação de controle, nos termos do artigo 254-A da LSA.

¹ Ver voto do ex Diretor Pedro Marcílio proferido no Processo CVM RJ/2005/4069: “o que é importante, para fins do art. 254-A é que os valores mobiliários transferidos façam com que o alienante passe a ter menos do que 50% das ações com direito a voto e o adquirente, no mínimo, 50% mais uma ação com direito a voto”. Ver voto do ex Diretor Marcelo Trindade proferido no Processo CVM RJ/2007/7230: “a lei também poderia determinar que a aquisição de percentual menor que 50% das ações determinasse a realização de OPA, independentemente de quem as alienasse, ou estabelecer um sistema em que o alcance de um certo percentual de ações determinasse a realização de OPA. Talvez estes sejam sistemas melhores, mas esses não são os sistemas da lei brasileira.”



CVM se pronuncia sobre a incidência de OPA em caso de Alienação de Controle de Fato

Edição Extraordinária

Ao examinar essas alegações, o colegiado da CVM concentrou-se primeiramente na definição sobre qual seria a lei aplicável (brasileira ou italiana) para definir o conceito de controle, tendo em vista que a suposta transferência de controle teria ocorrido na Itália.

Com os votos dos Diretores Eliseu Martins, Otávio Yazbek e Marcos Pinto, a posição vencedora foi a de que deve ser aplicada a lei brasileira, uma vez que o foco da discussão é a eventual ocorrência de alienação indireta do controle de uma companhia com sede no Brasil, regida, portanto, pela legislação brasileira nos termos do artigo 11 da Lei de Introdução ao Código Civil brasileiro. O Diretor Eli Loria também entendeu ser aplicável a lei brasileira, mas por fundamento diverso, e a Diretora Maria Helena Santana votou pela aplicação da lei italiana.

Em seguida, foi analisada a existência de alienação de controle no caso concreto e a necessidade de realização de OPA prevista no artigo 254-A da LSA. Novamente com três votos, o Colegiado da CVM concluiu pela inexistência de OPA, sendo que cada diretor fundamentou seu voto de forma distinta:

- (i) A Diretora Maria Helena Santana, partindo da premissa de que a lei aplicável seria a italiana, entendeu que nos termos dessa lei a Olimpia não detinha o controle da Telecom Italia.
- (ii) Para o Diretor Eli Loria, apenas a alienação do controle majoritário ensejaria a aplicação do artigo 254-A da LSA. Como a Olimpia não detinha participação suficiente para lhe garantir o controle majoritário, a OPA não seria exigível.
- (iii) O Diretor Otávio Yazbek, apesar de não ter descartado a possibilidade de aplicação do artigo 254-A da LSA em caso de alienação de controle de fato, entendeu que não restou comprovado que a Olimpia exercia esse tipo de controle sobre a Telecom Italia.

Os Diretores Eliseu Martins e Marcos Pinto, por sua vez, foram vencidos na matéria. Ambos votaram pela obrigatoriedade de realização de OPA, uma vez que entenderam que a OPA por alienação de controle (artigo 254-A da LSA) também é exigível no caso de alienação de controle de fato e concluíram, no caso concreto, que a Olimpia exercia esse tipo de controle sobre a Telecom Italia e, conseqüentemente, detinha o controle indireto da TIM Participações.



CVM se pronuncia sobre a incidência de OPA em caso de Alienação de Controle de Fato

Edição Extraordinária

Apesar do resultado final, no caso em análise, ter sido a inexigibilidade da OPA prevista no artigo 254-A da LSA em função da transferência de uma participação minoritária relevante, a análise pormenorizada de cada um dos votos preferidos pelos Diretores da CVM evidencia a ausência de consenso sobre a matéria e nos leva a acreditar que não pode ser descartada a possibilidade da atual composição do Colegiado, ao apreciar uma nova operação de alienação de controle de fato, vir a adotar posicionamento diverso.

Com efeito, considerando que os Diretores Eliseu Martins e Marcos Pinto expressamente reconheceram que a alienação do controle de fato enseja a aplicação do artigo 254-A da LSA, caso o Diretor Otávio Yazbek venha a se convencer, em um novo caso, sobre a efetiva existência de controle de fato, é possível que a decisão do Colegiado venha a ser pela exigibilidade de OPA.

Esse precedente é extremamente relevante no atual contexto de aumento da dispersão acionária das companhias abertas brasileiras e reacende a discussão sobre a necessidade de adotarmos no Brasil um critério objetivo para determinar a obrigatoriedade de realização de OPA por transferência de controle, a fim de se evitar a insegurança jurídica provocada pelo modelo atual, que exige uma análise caso a caso.

É, portanto, muito bem vinda a iniciativa da BM&FBovespa de incluir, nos trabalhos de revisão do Regulamento do Novo Mercado, a proposta de estabelecer o atingimento de um percentual fixo do capital social como critério para determinar a incidência de OPA. Futuramente, esta discussão poderia ser levada ao Poder Legislativo para incorporar este conceito na LSA e beneficiar todas as companhias abertas brasileiras.

Rio de Janeiro, 24 de julho de 2009.