



# Incorporações e impedimento de voto – o que mudou?

---

Setembro de 2009

---

## Autores

- Carlos Alexandre Lobo e Silva
- João Marcelo G. Pacheco
- Joamir Müller Romiti Alves

Sócio e Associados da Área Empresarial de Pinheiro Neto Advogados

---

As incorporações e incorporação de ações são operações societárias que têm sido utilizadas com bastante frequência já há vários anos para unificar negócios. Consistem basicamente na absorção de uma companhia, ou suas ações, por outra, com a conseqüente migração dos acionistas da empresa incorporada para compor a base acionária da empresa incorporadora. Uma de suas características peculiares é a chamada “relação de troca”. A relação de troca nada mais é do que a relação com base na qual as ações de emissão da companhia incorporada (ou que terá suas ações incorporadas para se tornar uma subsidiária integral) serão trocadas por novas ações a serem emitidas pela companhia incorporadora.

A relação de troca, após proposta pelas administrações da incorporada e incorporadora, é ratificada pelos acionistas nas respectivas assembléias gerais. Tais relações de troca são geralmente fixadas com base na diferença entre o valor da companhia incorporadora e o valor da companhia incorporada, evidenciados através de laudos específicos conforme exige a Lei das S.A. (Lei 6.404/1976, conforme alterações posteriores).

No entanto, como a Lei das S.A. *não* especifica quais critérios devem ser adotados para fixar a relação de troca, existe bastante espaço para subjetividade e, por conseqüência, para a aplicação de diferentes critérios, o que vem gerando bastante polêmica ao longo dos últimos anos. Em especial foram objeto de questionamento operações em que foram propostas relações de troca díspares para ações de diferentes espécies ou classes e/ou para acionistas da mesma espécie ou classe.

Após algumas operações efetivamente realizadas nos moldes acima, em 18.8.2006 a CVM editou o Parecer de Orientação nº 34 (“PO 34”), inspirado pelos questionamentos acerca de

---

Compilado para uso exclusivo dos integrantes do escritório. Cópias dos atos noticiados neste boletim podem ser solicitadas à Biblioteca. Orientação legal será dada exclusivamente pelos advogados – © 2009. Direitos autorais reservados a Pinheiro Neto Advogados.



## Incorporações e impedimento de voto – o que mudou?

---

Setembro de 2009

---

uma incorporação de ações similar pretendida pela Oi (então Telemar) envolvendo sociedade *holding* e relações de troca distintas.

Através do PO 34, a CVM manifestou seu entendimento de que, em operações de incorporação e incorporação de ações *entre partes relacionadas*:

- (i) a atribuição de relação de troca mais favorável ao acionista controlador efetivamente constitui benefício particular;
- (ii) o benefício particular somente poderá ser afastado caso a relação de troca diferenciada se baseie em critérios “objetivamente verificáveis”, tais como valor de mercado das ações ou avaliações com base em fluxo de caixa descontado;
- (iii) o prêmio de controle previsto no artigo 254-A da Lei das S.A., aplicável às hipóteses de alienação de controle, *não* constitui critério objetivo capaz de afastar o benefício particular nas operações de incorporação e incorporação de ações; e
- (iv) todo e qualquer acionista beneficiado particularmente deverá se abster de votar na assembléia geral que deliberar acerca da operação.

Como o PO 34 tratava especificamente de incorporações ou incorporações de ações *entre partes relacionadas*, permaneceu pelos últimos três anos a dúvida acerca da aplicabilidade das mesmas regras do PO 34 a operações entre partes *independentes*.

Recentemente, porém, a CVM manifestou-se diretamente sobre o tema em dois casos importantes: Duratex/Satipel e Sadia/Perdigão:

**Duratex/Satipel.** Em 22.6.2009, a Duratex e a Satipel anunciaram ao mercado uma associação visando a unificar suas operações através da incorporação da Duratex pela Satipel. A relação de troca estabelecida era mais favorável aos acionistas controladores da Duratex do que aos acionistas minoritários e preferencialistas.

Após uma série de correspondências trocadas entre as companhias e a CVM, em julho de 2009 o caso foi decidido pelo Colegiado da CVM da seguinte forma (e assim acatado pelas companhias):

- (i) a pretendida incorporação da Duratex pela Satipel, com a fixação de uma relação de



## Incorporações e impedimento de voto – o que mudou?

---

Setembro de 2009

---

troca diferenciada para os acionistas controladores da Duratex, representava uma operação com benefício particular para esses controladores;

(ii) portanto, tais controladores deveriam *abster-se* de votar na assembléia geral que deliberaria acerca da incorporação;

**Sadia/Perdigão.** Em 19.5.2009, as administrações da Perdigão S.A. (atual Brasil Foods S.A.) e da Sadia S.A. firmaram um Acordo de Associação delineando as etapas sucessivas para a unificação de suas operações.

Diferentemente da operação Duratex/Satipel, a operação Sadia/Perdigão envolveu uma etapa preliminar: a contribuição da totalidade das ações então diretamente detidas pelos controladores da Sadia em aumento capital de uma sociedade *holding* (HFF Participações S.A.). Uma vez realizada essa contribuição, a Perdigão procedeu à incorporação de ações da HFF com base em uma determinada relação de troca, tornando a HFF uma subsidiária integral da Perdigão (ou seja, os controladores da Sadia passaram a ser acionistas da Perdigão). Com isso, a Perdigão passou a deter, indiretamente, através da HFF, o controle da Sadia. Ato contínuo, a Perdigão incorporou as ações dos minoritários da Sadia, por uma relação de troca *inferior* àquela atribuída às ações da HFF.

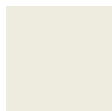
Mais uma vez partindo de iniciativa própria da CVM, o caso foi analisado pelo Colegiado, que: (i) reiterou suas conclusões da operação Duratex/Satipel e o conseqüente impedimento do acionista controlador para votar neste caso; e (ii) esclareceu que o mero fato de uma operação ser realizada através de duas ou mais etapas não elide a existência do benefício particular dos controladores e que tais etapas devem ser consideradas como sendo partes integrantes de uma mesma operação de reorganização societária.

Tais recentes decisões da CVM levam-nos às seguintes conclusões principais:

(i) em primeiro lugar, está claro que a CVM está intensificando sua fiscalização e análise preventiva de operações de fusões e aquisições envolvendo companhias abertas com o intuito de coibir eventuais práticas antes mesmo de sua realização;

(ii) relativamente às relações de troca previstas ou às incorporações e incorporações de ações:

(a) o contido no PO 34 aplica-se também a operações entre partes independentes – isto



## Incorporações e impedimento de voto – o que mudou?

---

Setembro de 2009

---

é, quando houver relações de troca distintas atribuídas às ações da mesma companhia (ou de *holding* em caso de etapas sucessivas), o impedimento de voto do acionista particularmente beneficiado (controlador ou não) somente poderá ser afastado por meio de critérios objetivamente verificáveis;

(b) o artigo 254-A (direito de *tag along* dos minoritários) não é um critério objetivo capaz de afastar o impedimento de voto de acionista particularmente beneficiado.

É importante ressaltar, contudo, que o posicionamento da CVM ainda é recente e que mudanças na composição do Colegiado podem vir a alterar essa abordagem.

São Paulo, 19 de novembro de 2009.